全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



摩根大通银行推荐给百万富翁十本必读书之一

巴菲特致股东的信

股份公司教程

The Essays of Warren Buffett
Lessons for Corporate America

沃伦·巴菲特 著
(美)(Warren E. Buffett)
劳伦斯 A. 坎宁安 编
(Lawrence A. Cunningham)
陈鑫 译





机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书收录了投资大师沃伦·巴菲特写给伯克希尔—哈撒韦公司股东的信，探讨的主题涵盖管理、投资及评估等，其中核心的精神是由格雷厄姆和托德提出的，书中论述了公司治理、公司财务与投资、普通股、兼并与收购及会计与纳税等内容，是一本既精炼又富于实用性和教育性的投资手册。特别是虽然这是一本投资书籍，但内容并不枯燥，而是精彩绝伦、妙趣横生，使读者能够从中领略到一个崭新的投资世界。

作者简介

沃伦·巴菲特

(Warren E. Buffett)

全球知名的投资大师，伯克希尔—哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway Inc.) 总裁，全美排名第二富豪。

劳伦斯 A. 坎宁安

(Lawrence A. Cunningham)

美国纽约市卡多佐法学院 (Cardozo Law School) 教授及海曼公司治理中心 (The Samuel and Ronnie Heyman Center on Corporate Governance) 主任。其他著作有 *How to Think Like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett* (McGraw-Hill 2001)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America

巴菲特致股东的信

股份公司教程

沃伦·巴菲特 著
（美）(Warren E. Buffett)
劳伦斯 A. 坎宁安 编
(Lawrence A. Cunningham)
陈鑫 译





机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Warren E. Buffett, Lawrence A. Cunningham. The Essays of Warren Buffett:Lessons for Corporate America.

Essays by Warren E. Buffett.

Selected, Arranged, and Introduced by Lawrence A. Cunningham-1st rev. ed.

Originally published as part of the *Cardozo Law Review*'s special issue on *The Essays of Warren Buffett Symposium*. Copyright © Lawrence A. Cunningham, 1997 and 2001. Includes previously copyrighted materials, Copyright © Warren E. Buffett, reprinted with permission.

经原版权所有者许可，中文简体字版权©2003归陈鑫所有，翻印必究。

本书中文简体字版由陈鑫授权机械工业出版社在中国大陆独家出版发行，未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-2002-3654

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特致股东的信：股份公司教程 /（美）巴菲特（Buffett, W. E.）著；陈鑫译. –北京：机械工业出版社，2004.1

书名原文：The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America

ISBN 7-111-13303-X

Ⅰ. 巴…　Ⅱ. ①巴…②陈…　Ⅲ. 股份有限公司－企业管理　Ⅳ. F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字（2003）第102583号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）

责任编辑：李　阳　　李　玲　　版式设计：刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷 · 新华书店北京发行所发行

2004年1月第1版第1次印刷

787mm × 1092mm 1/ 16 · 16印张

定价：38.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

本社购书热线电话：（010）68326294

投稿热线电话：（010）88379007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我热爱的演说是简单、自然的演说，

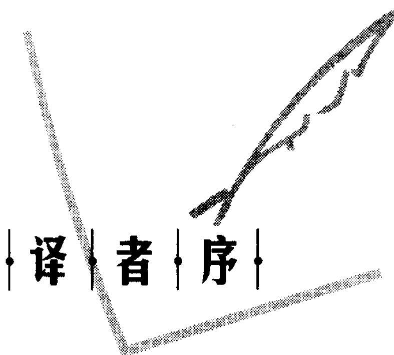
纸上写的与嘴里说的一样，

一种饶有趣味且坚强有力、扼要且简练的演说，

不过分讲究与梳理，尽管激烈且直率。”

——《蒙田文丛》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



译者序

巴菲特当然没有写过什么书，但他每年都要在伯克希尔·哈撒韦的公司年报中给股东写一封信，总结在过去一年中的成败得失。从挑选经理、选择投资目标、评估公司，到有效地使用金融信息，这些信涵盖面甚广。但是，在美国法律教授劳伦斯 A. 坎宁安将这些信按特定的主题加以组织整理著成本书以前，这些信中蕴含的思想并没有引起本应获得的广泛关注。巴菲特本人认为，这本书比到目前为止的任何一本关于他的传记都要好，如果他要挑一本书去读，那必定是这本。

巴菲特是第一位靠证券投资成为拥有几百亿美元资产的世界富豪。在过去的35年中，他执掌的伯克希尔公司每股账面价值从19美元上升至37 987美元，年复合增长率高达24.00%（见下表）。尤为难能可贵的是，伯克希尔已经是一家资产总额高达1 300多亿美元的巨型企业。没有哪个人的成功是偶然的。读者看完本书之后，想必会对巴菲特的投资理念有深入全面的了解，也就不难想像他为什么会取得如此惊人的业绩。

巴菲特的许多观点与传统的管理与投资教条相抵触。例如，巴菲特认为用股票期权酬报经理会对股东产生毒害作用，他更倾向于直接用现金奖励经理。因为这些经理若是真的看好自己公司的股票，只要到二级市场上去买就可以了。许多公司的业绩增长，是因为留存了本应派发给股东的红利。如果这些用于再投资的留存收益可以产生高于市场平均收益的回报，那么留存收益显然是明智的；但若是回报率比市场的平均收益率低，那么股东就会蒙受损失。许多公司经理明知回报率低，但还喜欢留存收益，因为公司的业绩毕竟还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是增长了，这样他们手中的股票期权的价值就会提高，这等于是拿股东的钱为自己谋利。

年　份	每年的百分比变化		相对业绩
	伯克希尔每股的账面价值	S&P 500 指数（含股利）	
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	-11.7	32.0
1967	11.0	30.9	-19.9
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	-8.4	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	-14.8	19.5
1974	5.5	-26.4	31.9
1975	21.9	37.2	-15.3
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	-7.4	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	-13.0
1981	31.4	-5.0	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	-3.1	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5
1996	31.8	23.0	8.8
1997	34.1	33.4	0.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	0.5	21.0	-20.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999年对伯克希尔来说是不如意的一年，其每股的账面价值增长率创下35年来的新低——仅为0.5%。巴菲特在1999年度的年报中开篇便说，即使是乌龙侦探克鲁索（Inspector Clouseau，已故英国影星彼得·塞勒扮演的法国低能侦探）也能看出你们的董事长有罪。他还说自己在1999年的资产配置成绩只能得个“D”。

伯克希尔业绩不佳的主要原因是它投资的几家大公司在1999年的二级市场表现极糟：可口可乐下跌30.7%；吉列下跌34.1%；联邦房屋抵押贷款公司下跌41%；通用再保险公司下跌50%。幸好，伯克希尔参股的运通公司和花旗银行分别上涨19.9%和51.7%，这才多少为公司挽回一些损失。前几家公司的股价下滑并非由于它们是所谓“旧经济”股，而是因为公司的业绩大幅下滑（见下表）。

公　司	持 股 量	成　本（亿美元）	1999年末的市值（亿美元）
运通公司	50 536 000	14.70	84.02
可口可乐公司	200 000 000	12.99	116.50
联邦房屋抵押贷款公司	59 559 300	2.94	28.03
吉列公司	96 000 000	6.00	39.54
《华盛顿邮报》公司	1 727 765	0.11	9.60
富国银行	59 136 680	3.49	23.91
其他		41.80	68.48
合计		82.03	370.08

说到“旧经济”公司，就必然要提到所谓以信息技术（尤其是网络技术）为代表的“新经济”公司。有人认为巴菲特的投资传奇在“新经济”下早已黯然失色，而他的那些投资理念早该扔到故纸堆里去了。但我认为事情正相反。

首先，信息技术对人类社会的影响，犹如蒸汽机对人类社会的影响，这场革命触及社会生活的各个方面。因此，并非直接从事信息技术的公司才能享受革命的硕果。“旧经济”公司也能利用信息技术降低成本，提高竞争力及盈利能力，如柯达公司利用信息技术简化原材料采购环节，结果在产品售价不变的情况下进一步提高了公司的盈利水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，巴菲特在书中表述的投资理念是一种基础理念（好比法律中的宪法），新技术革命只会使这种理念不断升华。凭借信息技术的进步，我们也许可以建立一套基于低轨道卫星的高速无线因特网接入系统，这样就可以通过手持式上网设备与身处地球上任何角落的人联络，但这终究代替不了人与人面对面的接触。这个道理在投资界中也适用，最基本的东西无法取代。

坚持自己的原则（不是因循守旧）是件很不容易的事。我记得投资大师W. D. 江恩曾经说过，许多人在成功之后就全然忘却了自己在走向成功时所遵循的原则，结果遭到了惨败。让我们设想一下，如果巴菲特把手中原先持有的“旧经济”股全部抛掉，转而投入到泡沫遮天蔽日的网络股中，结局会是什么样子？我不敢肯定巴菲特能从中大赚一票，但可以肯定那时的巴菲特已经不再是巴菲特了。也许这就是为什么当有人问及巴菲特对网络股的看法时，他总是回答：“没智慧的人有解释，不解释的人有智慧”。

的确有不少人抱怨巴菲特没有买进高通公司（Qualcomm）的股票，因为这家拥有CDMA核心知识产权的公司在1999年上涨了近30倍。我想这种抱怨过于片面。我们当然可以举出许多例子证明巴菲特的“愚蠢”，错过了赚大钱的良机，比如在10年内上涨1 000倍的戴尔（DELL）计算机公司，在两年里上涨100倍的雅虎（Yahoo!），等等。我们甚至还可以举证说20年前巴菲特没有到中国来通吃第一套猴年的生肖票，错过了赚多少多少倍钱的良机。似乎，巴菲特不把全世界人民认为他该赚的钱都赚去，他就不是大股王、大投资家。实际上，每个投资者都有自己的投资方式（就像每个人都有自己的生活方式一样），你可以在外汇市场赚钱，他可以在商品期货市场赚钱，我可以在股市中赚钱，人人都可以走一条属于自己的路。若是大家都一样，我们生活的这个世界岂不是太乏味了。

我们实在不必苛求巴菲特。我们的确可以抓住一些良机，赚个盆钵满溢，但要想保持长久的盈利纪录简直比登天还难。如果你能每个月将本金增长20%，那么两年下来你的本金将增长79倍，我不必再重复这个老掉牙的例子，因为绝大多数人（包括我在内）做不到这一点。毕竟，像巴菲特这样成功的人总是少数。

话归正题，我认为这本书不仅适合投资者阅读，更适合上市公司的管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理人员阅读。书中论述的公司治理、公司财务与投资、普通股、兼并与收购以及会计与纳税等章节，构成了一本实用的投资手册。有着开放思想的读者必会从中领略到一个崭新的投资世界。开放的思想是种非常重要的东西，没有哪一个人会因为汲取别人的优点而颓废，也没有哪一个民族会因为汲取其他民族的优点而衰败。

榜样的力量是无穷的。但是，我建议你千万不要抱着成为“中国的巴菲特”的想法来阅读这本书。同样，那种认为“巴菲特买什么，我也买什么，这样我就可以成为巴菲特”的想法也是极其愚蠢的。一个人来到这个世界上最大的悲哀就是成为另一个人。无论你怎么投资，结局只有一个——成为你自己。相信你也会写一部关于你自己的传奇。

本书的问世凝聚了许多人的辛勤劳动。我要特别感谢本书的编者劳伦斯 A. 坎宁安教授，他不厌其烦地为我提供了本书的许多背景细节。

我当然应为本书中出现的翻译上的错误负责。如果你在阅读过程中有什么建议，可以通过我的电子邮件地址：xinchenc@online.sh.cn与我取得联系，以便在重印时补正。

陈　鑫

2003年秋于上海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目录

译者序

导言 ······ 1
开场白 ······ 25
第 1 章　公司治理 ······ 29
1.1　与所有者相关的企业原则 ······ 30
1.2　完整且公平的披露 ······ 37
1.3　董事会与经理 ······ 39
1.4　关闭工厂的焦虑 ······ 46
1.5　基于所有者的公司捐赠方法 ······ 49
1.6　酬报主管人员的原则 ······ 55

第 2 章　公司财务与投资 ······ 63
2.1　市场先生 ······ 64
2.2　套利 ······ 67
2.3　戳穿教条 ······ 73
2.4　“价值”投资：多余 ······ 84
2.5　聪明的投资 ······ 90
2.6　雪茄烟蒂与习惯的需要 ······ 96

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章 普通股的替代品……101

3.1 垃圾债券……101
3.2 零息债券……108
3.3 优先股……115
3.4 非常规的投资……126

第 4 章 普通股……129

4.1 交易的祸根：交易成本……129
4.2 吸引正确的投资者……132
4.3 分红政策与股票回购……133
4.4 拆股与交易活动……140
4.5 股东的策略……143
4.6 伯克希尔的资本结构调整……144

第 5 章 兼并与收购……149

5.1 错误的动机和昂贵的价格……150
5.2 合理的股票回购与反收购……160
5.3 杠杆收购……160
5.4 稳定的收购政策……163
5.5 关于出售一个人的企业……166
5.6 收购的优势……170

第 6 章 会计与估值……173

6.1 对会计把戏的讽刺……173
6.2 透明盈利……179
6.3 经济商誉与会计商誉……184
6.4 所有者收益和现金流的谬误……193

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.5 内在价值、账面价值和市场价格 ……200
6.6 伊索与失效灌木丛理论 ……204

第 7 章 会计政策与纳税问题 ……209

7.1 盘购—联营争论 ……210
7.2 股票期权 ……212
7.3 “重组”费用 ……215
7.4 分部的数据与会计合并 ……219
7.5 递延税 ……220
7.6 退休福利 ……222
7.7 公司税负的分配 ……224
7.8 税制与投资哲学 ……229

结束语 ……233
词汇表 ……239
配置表 ……241
后记与致谢 ……243

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导 言

▶ 劳伦斯 A. 坎宁安

拜读过沃伦·巴菲特（Warren Buffett）致伯克希尔·哈撒韦公司（Berkshire Hathaway Inc.）股东的信的读者已经从中接受了课堂中所没有的教育。这些信用平直的语言提炼出了正确商业实践的所有基本原理。从挑选经理和投资目标，评价公司，到有益地利用金融信息，这些信的涵盖面甚广，睿智不朽。

然而到目前为止，这些信处于一种既不容易获得，又没有按任何特定的主题加以组织整理的状态。因此，其中蕴含的思想并没有引起本应获得的广泛关注。这本精选集和以此为主题的研讨会的动机在于，通过将这些信传播给更多的读者来纠正市场观念中的无效率。

基本价值分析原理——首先由巴菲特的导师本·格雷厄姆（Ben Graham）[⊖]和戴维·多德（David Dodd）提出——应当指导投资行为，是贯穿巴菲特各篇明晰易懂文章的主题。将公司经理的恰当角色定义为投入资本的管家，以及将股东的恰当角色定义为资本的提供者兼拥有者，是与该主题相关联的管理原则。自这些主题辐射出的是实用且明智的教程，这些教程涉及从会计到兼

⊖ 1894—1976。华尔街的传奇人物，现代证券分析理论的奠基人。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并到估价的重要公司问题的整个范围。

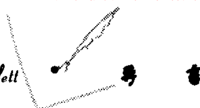
巴菲特的许多教程，与商学院和法学院在过去30年中教授的，以及与同一时期在华尔街和整个美国公司中实践的东西，正好相抵触。那些教学和实践中的许多东西都与格雷厄姆和多德阐述的观点相违背；而巴菲特是他们的高徒，坚定地捍卫着他们的观点。这种捍卫从对现代金融理论慷慨激昂的反驳，到对用股票期权酬报经理的毒害作用有理有据的证明，再到对夸大了的有增效作用的收购和现金流量分析的益处有说服力的辩驳。

作为伯克希尔·哈撒韦公司——源自19世纪初开业的一批纺织厂——的CEO（Chief Executive Officer，首席执行官），巴菲特运用了这些传统的投资原理。1964年，巴菲特执掌伯克希尔，当时它每股的账面价值是19.46美元，而其内在价值则低得多。今天，它的每股账面价值大约是40 000美元，而其内在价值则更高。在此期间，每股账面价值的年复合增长率是24%。

现在，伯克希尔已经成为涉足多种业务——不含纺织——的控股公司。伯克希尔最重要的业务是保险，主要通过其100%拥有的子公司，如GEICO公司（GEICO Corporation）——美国第七大汽车保险商，以及通用再保险公司（General Re Corporation）——世界第四大再保险公司之一来实现。伯克希尔还出版《布法罗新闻报》（*The Buffalo News*），并拥有生产或销售的产品范围从百科全书、家具和清洁系统，到巧克力糖果、冰淇淋、鞋子、制服和压缩机的其他公司。伯克希尔还拥有多家大公司相当数额的股权，包括美国运通公司（American Express）、可口可乐公司（The Coca-Cola Company）、沃尔特·迪斯尼公司（The Walt Disney Company）、联邦房屋抵押贷款公司（Federal Home Loan Mortgage Corp.，别称“Freddie Mac”）、吉列公司（The Gillette Company）、麦当劳（McDonald's）、《华盛顿邮报》公司（*The Washington Post Company*）和富国银行（Wells Fargo & Company）。

巴菲特和伯克希尔的副董事长查理·芒格（Charlie Munger）通过投资具有出色经济特性并由杰出经理经营的公司，缔造了这家超过700亿美元的企业。在偏爱以合理的价格协议收购这样一家公司100%股权的同时，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



还采用一种在公开市场上买进此类公司不到100%股权的“双管齐下的方法”（Double-Barreled Approach），此时他们支付的价格按比例而言远低于100%收购时的价格。

这种双管齐下的方法节省了大笔的投资成本。伯克希尔投资组合中可流通证券的价值，按每股的价格计算，曾从1965年的4美元上升至2000年的50 000美元以上，大约是25%的年增长率。同一时期，每股营业利润从刚过4美元增至500美元左右，即大约18%的年增长率。近几年，这些惊人的成果继续以近似的速率增长。据巴菲特说，这些成果不是出自于什么总体规划，而是出自于集中投资——通过专注于有显著经济特性并由一流经理经营的公司来配置资产。

………… ● ● ● …………

巴菲特将伯克希尔视做他、芒格和其他股东拥有的一家合伙制公司，而且基本上他所有的200多亿美元[⊖]的净资产都在伯克希尔的股票里。他的经济目标是长期的——通过全部或部分拥有一群能产生现金且收益超过平均值的、业务不一的公司，使伯克希尔的每股内在价值最大化。在实现这个目标的过程中，巴菲特为了扩张而放弃扩张，而且只要公司能产生一些现金并管理良好，巴菲特就不会抛弃它们。

如果留存收益并用来再投资产生的利润在长时期内至少能实现与每股市值同比例的增长，那么伯克希尔会这么做。伯克希尔谨慎地使用贷款，而且仅在它得到的与付出的等值时才出售股权。巴菲特识透了会计常规，特别是那些使实际的经济收益模糊不清的会计常规。

巴菲特称之为与所有者相关的公司原则是贯穿本书所有文章的主线。经过组织整理，这些文章构成了一本关于管理、投资、金融和会计的，风格雅致、教义深刻的操作手册。巴菲特的基本原则为对公司各方面问题的丰富见解提供了框架。这些见解绝非抽象的陈词滥调。事实上，投资者应

⊖ 截止到1999年8月30日，巴菲特共持有474 998股伯克希尔的A股。若按1999年末的收市价计算，值24 699 896 000美元。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当关注基本面，有耐心，并按常识做出良好的判断。在巴菲特的文章中，这些箴言绝句被落实到了巴菲特在生活和成长中遵循的，更具体的原则上。

很多人猜测伯克希尔和巴菲特正在做什么，或计划做什么。他们的猜测时对时错，但总是愚不可及。不去预测伯克希尔正在进行哪方面的投资，而是思考如何按巴菲特的教诲做出稳妥的投资选择，这些人的境况会好得多。这意味着，他们应当思考巴菲特的论著并从中学习，而不是去效仿伯克希尔的投资组合。

巴菲特谦虚地承认，他文章中的大部分观点乃本·格雷厄姆所授。他将自己视为格雷厄姆思想用来证明其价值的样板。在允许我准备这本书时，巴菲特说我会成为格雷厄姆思想，以及巴菲特对其实际运用的传播者。巴菲特清楚将他的公司与投资哲学公之于众的风险。但他说，他曾从格雷厄姆毫无保留的教诲中受益匪浅，而且相信传递这种睿智是情理之中的事，即使这意味着树立竞争对手。为此目的，我最重要的角色就是按这本精选集反映的主题组织各种文章。这篇对各大主题的导言，压缩出了本书的基本内容，并将现实的思考贯穿其中。以下即是本书的要点。

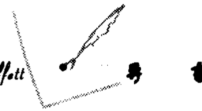
公司治理

对巴菲特而言，经理是股东资本的管家。最好的经理在进行公司决策时像所有者那样思考，他们牢记股东的利益。但是，即便是一流的经理，有时也会有与股东利益相冲突的利益。如何缓解这些冲突，并培养经理的管家意识，正是巴菲特40年职业生涯矢志不渝的追求，以及他文章的突出主题。这些文章提到了一些最重要的公司治理问题。

首要的一点未在文章中阐明，而是渗透于其间：正直和坦诚在管理者与股东交流中的重要意义。巴菲特讲述事情的本来面目，或至少是他亲眼所见的东西。这种品质将有兴趣的股东吸引到了伯克希尔，他们逐年递增地蜂拥至伯克希尔的股东年会。与大多数股东年会中出现的情况不同的是，伯克希尔的股东年会是关于公司问题的持续的、卓有成效的对话。

除了巴菲特在披露公司财务状况和经营成果的惯例中所表现出的对所有者的倾向性，以及上面总结的与股东相关的公司原则之外，下一堂管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



课是要省却管理体制的公式。按巴菲特的说法，与教科书中的组织行为规则相反，为一家特定的公司环境制定一条抽象的命令链收效甚微。要紧的是选择能干、诚实而且勤勉的人。在团队中拥有一流的成员，远比设计等级制度、明确谁向谁汇报什么以及在什么时候汇报重要得多。

由于巴菲特区别出的公司CEO与其他雇员间的三大差异，所以在选择CEO时应特别审慎。第一，衡量CEO表现的标准在操作时不是匮乏就是过于简单，因而CEO的表现要比其他大多数员工的更难以衡量。第二，没有人比CEO的职位更高，因此也就不可能去衡量更高职位人员的表现。第三，董事会不可能担当这一高级职务，因为CEO和董事会之间的关系按惯例十分融洽。

重大的改革常常把目标放在使管理者与股东的利益相一致，或是加强董事会对CEO的监督上。用股票期权酬报管理人员是一种备受吹捧的选择；而更多地强调董事会的作用是另一种选择。人们预计，将董事长与CEO的身份和职能分离，设立常务审计委员会、常务提名委员会，以及常务薪酬委员会也是前景光明的改革方案。但是，这些创新解决不了公司治理问题，有些甚至使问题更加恶化。

巴菲特认为，上策是谨慎挑选可以不受羸弱体制束缚而表现优良的CEO。杰出的CEO不需要很多来自所有者的指导，虽然他们可以得益于拥有一个同样杰出的董事会。所以，必须按专业知识、利益和对所有者的倾向性来挑选董事会成员。根据巴菲特的说法，美国公司董事会最大的问题之一是，董事是按其他原因推选出来的，比如增加董事会成员的多样性或声望。

大部分改革只是泛泛而谈，并未注意到巴菲特区分出的各种董事会地位的主要差别。例如，在控股股东同时也是经理的公司中，董事的权力最为弱小。当董事和经理部门出现分歧时，除了反对或在更严重的情况下提出辞呈外，董事将别无他法。在另一个极端，董事的权力最为强大，此时公司中有的是不参与管理的控股股东。当出现分歧时，董事们可将问题直接带给控股股东。

但是最常见的情况是没有控股股东的公司。巴菲特说，在这种公司里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理问题最严重。如果董事们能够提供必要约束，将会大有裨益，但逍遥自在的董事会常常防止出现约束。巴菲特相信，在这种情况下，要使董事会的效用最大化，那么董事会的规模要小，而且主要应由外部董事组成。在这种情况下，董事能够掌握的最有效武器乃是他或她威胁要辞职。

当然，这些情况都有一个共性：相对一个中庸的经理，面对或解雇一个糟糕的经理要容易得多。巴菲特强调，所有公司治理机制中的首要问题是，在美国的企业中对CEO的评估从未在CEO缺席的例行会议上进行。举行没有CEO出席的例会来评审他的表现，将是公司治理中的一项重大改进。

评估CEO的表现远比看起来的困难得多。短期成果和潜在的长期成果都必须加以评定。如果只是短期成果重要，那么许多管理决策将简单得多，尤其涉及那些经济特性已经腐蚀了的公司的管理决策。作为一个极端但非典型的例子，请考察艾尔·邓莱普（AL Dunlap）⊖使境况不佳的阳光公司（Sunbeam）峰回路转的攻击性计划。邓莱普解雇了阳光公司一半的员工，并且关闭或合并了公司一半以上的设施，包括位于新英格兰地区用于纺织业务的设施。在自夸他正在进攻整个公司时，邓莱普宣称他的计划就像诺曼底登陆（Normandy）计划那样精心策划。在以盈利短期底线为首要任务的驱使下，做出这一决定轻而易举。

但是，正如巴菲特在顾及关闭工厂的焦虑时所指出的那样，如果你认识到赢得社会团体的信任会源源不断地带来显著的长远利益的话，那么做起决定来就困难得多了。在20世纪70年代后期，伯克希尔老纺织业务的经济特性就已经开始日渐衰微。正是由于注意到伯克希尔的老纺织业务对其雇员和新英格兰地方社区有多么重要，以及管理部门和员工们在应对经济困境时表现出的能力和理解力，巴菲特希望能制定出一个改变其不幸命运的对策。巴菲特把这个处于衰败中的工作支撑到了1985年，但未能使其财

⊖ 美国公司的一位主管人员，自称擅长使状态不佳的公司“峰回路转”。20世纪80年代，他确实使几家公司重新焕发生机，包括思考特纸业（Scott Paper），因此被请去治理阳光公司。阳光公司生产消费类产品，如提灯、烤架、干发器，以及开罐器。阳光公司的销售滞后，竞争环境严酷，因此公司的利润不断下降。邓莱普的计划是关闭公司半数的工厂，就像以前他对每家公司采取的方案一样。这使他有了“链锯·艾尔”（Chainsaw Al）的绰号，因为这种策略类似于用一把链锯将公司削减，而不是采用更巧妙的技巧，如改进产品和市场营销手段。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政状况好转，所以巴菲特最终关闭了工厂。尽管不清楚巴菲特是否赞同邓莱普式的短期主义，但他自己在顾及社区信任度的基础上平衡短期成果与长期前景的方式显然与之不同。这并不容易，但很明智。

有时，管理部门的利益与股东的利益以一种微妙的或易于伪装的方式相冲突。以公司的慈善事业为例，在大多数大公司中，管理部门把企业的部分利润分配给慈善机构。这些慈善机构由管理部门挑选，其依据常常既与公司的利益，又与股东利益无关。大多数州的法律允许管理部门做出这些决定，只要每年捐赠的总额适度，通常不超过年净利润的10%。

伯克希尔的做法有所不同。在那里，股东们指定公司捐助的慈善机构。每年，几乎所有的股东都要参与按他们选择的慈善机构分配成百上千万的美元。这是针对管理部门—股东关系核心的一种紧张状态所采取的创造性的现实对策。令人诧异的是，其他美国公司并未追随这一公司慈善捐助活动的榜样。部分原因可能是很多美国公司股东缺乏长期持股的特性。若真的如此，那么这证明了美国投资界的短期心理所付出的一种代价。

用公司股票期权奖励主管人员来协调管理部门的利益与股东的利益的方案不仅被过分吹捧，而且巧妙地掩饰了由期权创造的两者利益间更深层次的分歧。很多公司向管理人员支付股票期权，而期权价值仅仅根据公司留存的收益增加，而不是胜人一筹地运用资本。但是，正如巴菲特解释的那样，仅凭留存收益并将其用来再投资，管理人员就可以报告年度收益增长，而一点都不必提高资本的真正回报。因此，股票期权常常会剥夺股东的财富，并将这些战利品分配给主管人员。而且，一经授予，股票期权就常常是不可撤销的，无条件的，并且在与个人业绩无关的情况下使管理人员得益。

有可能用股票期权慢慢灌输一种鼓励管理人员像所有者那样思考的管理文化，巴菲特赞同这种观点。但是，这种利益协调不可能十全十美。此时，股东被暴露在了资本并非以最优方式投入所带来的股票下跌风险中，而期权的持有者却不会。巴菲特因此告诫正在阅读关于批准期权奖励方案代理声明的股东们，警惕这种利益协调中的不对称。很多股东可以理性地对代理声明置之不理，但这应当成为股东，特别是定期参与提高公司治理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平的股东机构首先要思考的主题。

巴菲特强调，决定主管人员薪酬的依据应该是其业绩。主管人员的业绩应当用公司的盈利能力来衡量，也就是扣除相关公司运用的资本的费用或留存收益后的利润。如果使用股票期权，那么期权应与个人业绩而非公司业绩相关，而且应根据公司的商业价值定价。更好的做法是，就像在伯克希尔，股票期权并非是主管人员报酬的一部分。毕竟，因其本身业务的业绩获得现金奖的优秀管理人员，完全可以在他们愿意时购买自己公司的股票；如果他们这么做，那么他们就如巴菲特所言："站在了公司所有者的立场上"。

公司财务与投资

过去30年里最具革命性的投资思想是所谓现代金融理论。这是一套精致的思想，它可以归结成一条简单且误导人的实践含义：研究公开流通证券中的个别投资机会是在浪费时间。根据这一观点，朝股票列表掷飞标为一个投资组合随机挑选一组股票，要比考虑个别投资机会行得通，更能让你富有。

现代金融理论的主要原则之一是现代投资组合理论。它认为，你可以通过持有一个分散化的投资组合——也就是，它把民间谚语"不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里"正式化了——来消除任何证券的特有风险。留下的风险是投资者惟一会得到补偿的风险，据说如此。

留下的风险能够通过一种简单的数学名词——称作贝塔（beta）——来衡量，贝塔显示了证券相对于市场的波动程度。对于在有效市场中交易的各种证券，贝塔充分度量了这种波动风险，在有效市场中关于公开交易证券的信息被迅速而精确地体现在了价格上。在现代金融的故事中，有效市场支配一切。

对这些观念的尊重不仅限于象牙塔的学术界、学院、大学、商学院和法学院中，而且成了过去35年中美国金融界——从华尔街（Wall Street）

⊖ 华尔街在美国纽约，是多家交易所和机构投资者的所在地；而大街在美国每个市镇都有。从华尔街到大街意指从职业投资者到普通投资者。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到大街（Main Street）[⊖]——的标准教条。许多投资组合经理仍然相信，股票价格总是准确反映了基本价值，惟一要紧的风险是价格的波动性，而管理这种风险的最佳途径是投资于一个分散的股票群。

作为一系列著名投资者的一部分延续到了格雷厄姆和多德——他们通过逻辑与经验揭穿了标准的教条。巴菲特认为大多数市场并不完全有效，而且用风险均衡易变性是总体的歪曲。相应地，巴菲特担忧整个一代MBA和JD，他们置身于现代金融理论的影响之下，处在学习错误课程并错失重要课程的风险中。

现代金融理论代价高昂的一次教训来自投资组合保险的扩散——一种电脑化的技巧，在下跌市场中再次调整投资组合。盲目使用投资组合保险加速了1987年10月市场暴跌的来临以及1989年10月市场的突破。尽管如此，它仍有好的一面：它打碎了在商学院和法学院中教授的，并得到华尔街的许多人忠实遵循的现代金融理论。

随后的市场波动性无法用现代金融理论来解释，也无法用众多的其他现象解释，这些现象与小市值股、高红利率股和低市盈率股的行为有关。失效市场的“主菜”是在20世纪90年代末和21世纪初吹破的技术和网络股泡沫，它们以股票价格回旋为标志，这种回旋间歇性地在欢快与忧伤之间弹跳，甚至没有与企业价值最远的联系。不断增加的怀疑论者说，贝塔值不能实际测量重要的投资风险，总之资本市场实际上不足以有效地使贝塔值有意义。

在激起的讨论中，人们开始注意巴菲特的成功投资纪录，并呼唤回归格雷厄姆—多德的投资和企业治理方法。毕竟，在40多年中，巴菲特已经产生了20%甚至更高的年回报，这是市场平均值的2倍。在此的20年前，本·格雷厄姆的格雷厄姆—纽曼公司（Graham-Newman Corp.）做了同样的事。正如巴菲特强调的那样，格雷厄姆－纽曼和伯克希尔使人震惊的业绩值得尊敬：样本规模足够大；在很长一段时间里，都已实现了这些业绩，而且没有受到几次幸运经历的歪曲；没有数据挖掘；而且这些业绩是纵向的，未经后见之明挑选。

受到巴菲特业绩的威胁，现代金融理论的顽固皈依者对巴菲特的成功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诉诸奇怪的解释。也许他仅仅是幸运——打出《哈姆雷特》(*Hamlet*)的那只猴子——或者他可以接触到其他投资者接触不到的内部消息。在不承认巴菲特时，现代金融理论的热心者仍然坚持说，投资者的最佳策略是根据贝塔值或者投飞镖分散投资，并持续重新配置投资组合。

巴菲特以讽刺和建议回应：讽刺是他的投资哲学的皈依者很可能应该捐助学院和大学中的教授职位，确保有效市场教条的永久教授；建议是别理睬现代金融理论，以及对市场的其他准成熟的观点，并专注于投资编结(investment knitting)。对于许多人来说，这可以通过长期投资于指数基金来实现。或者，它也可以通过在投资者的评估能力范围内，对企业进行冷静的分析来做到。按这种思考方式，要紧的风险不是贝塔值或者波动性，而是从投资中受损或受伤的可能性。

评估这种投资风险需要考虑公司的管理层、产品、竞争者和负债水平。这种调查是，一项投资的税后回报是否至少等于最初投资加上公允回报率的购买力。主要相关因素是企业的长期经济特性、管理层的质量与整体性、未来的税率或通货膨胀率水平。也许这些因素是模糊的，尤其在与贝塔值的诱人精度相比时，但关键在于对这些问题的判断不可避免，除了投资者的不利条件之外。

巴菲特指出了贝塔值的荒谬，他说："一个相对市场已经陡直下跌的股票……在低价位时比它在高价位时变得'更有风险了'。"——这就是贝塔值如何度量风险的。同样毫无帮助的，贝塔值不能区分"卖宠物石(pet rocks)或呼拉圈的单一产品玩具公司与另一家惟一产品是大富翁游戏(Monopoly)或者芭比娃娃(Barbie)的玩具公司之间的"内在风险。但是普通投资者能够通过考虑消费者行为以及消费类产品公司的竞争方法来做出区分，而且还可以断定何时股票价格的暴跌意味着买入的机会。

与现代金融理论相反，巴菲特的投资编结并没有规定分散化。即便不在投资组合中，至少在所有者的头脑里，它甚至可以称作集中化。对于投资组合集中化，巴菲特提醒我们，凯恩斯——他不仅是一位才华横溢的经济学家而且还是一位精明的投资者——相信，投资者应当把相当大的资金

⊖ 1835—1910。美国小说家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投入到两三家企业中，他熟悉这些企业，而且企业的管理层也值得信任。按照这个观点，当投资和投资考虑被散布得过于空洞时，风险就上升了。金融和思维的集中策略或许会减少风险，它提高了投资者考虑企业的强度，以及在购买之前他必须对基本特征所具有的舒适水平。

按巴菲特的话说，贝塔值的流行疏忽了“一条基本原理：近似的正确比精确的错误强”。长期投资成功不是靠研究贝塔值，并维持一个分散的投资组合，而是靠认识到作为一名投资者，你是企业的所有者。通过买卖股票来容纳期望中的低贝塔值的剖面，用这种方法重新配置投资组合，挫败了长期投资的成功。这种“在花丛中飞来飞去”以价差、手续费和佣金的形式征收了巨大的交易成本，还不用说税。巴菲特开玩笑说，称那些在市场中频繁交易的人是投资者，“就好比称那些频繁进行一夜情的人是浪漫主义者”。投资工作对现代金融理论的民间智慧扭过了头：不是“不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里”，我们从《傻瓜威尔逊的悲剧》（*Pudd'nhead Wilson*）中得到了马克·吐温⊖的建议：“把所有的鸡蛋放在一个篮子里——然后看住这只篮子。”

············ ● ● ● ············

20世纪50年代，巴菲特作为哥伦比亚商学院的研究生，从本·格雷厄姆那里学到了投资的艺术，而且后来在格雷厄姆－纽曼公司工作。在一些经典著作中，包括《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*），格雷厄姆曾经介绍过历史上某些最深刻的投资智慧。它拒绝了普遍存在但却错误的思维定式，也就是把价格与价值等同起来。相反，格雷厄姆认为价格是你支付的东西，而价值是你获得的东西。这两件事难得一致，但大多数人难得注意到差别。

格雷厄姆最意义深远的贡献之一是生活在华尔街的一个人物，市场先生（Mr. Market）。他是你假设的生意合伙人，他每天都要买入你在一家企业的权益，并按流行的市场价格卖给你他的权益。市场先生喜怒无常，容易在喜悦与绝望之间疯狂摆动。有时他的出价比价值高；有时他的出价比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值低。他越狂躁抑郁，价格与价值之间的差就越大，因而他提供的投资机会就越大。巴菲特再次介绍了市场先生，强调格雷厄姆对总体市场的寓言对于有纪律的投资计划来说是多么有价值——尽管现代金融理论家不认识市场先生。

来自格雷厄姆的另一个主要谨慎遗产是他的安全空间理论（margin of safety）。该理论认为，一个人不应当在一种证券中进行投资，除非有足够的证据相信支付的价格比证券带来的价值低得多。巴菲特遵循这个理论，他注意到格雷厄姆说过，如果一定要把稳定投资的奥秘浓缩成4个字，那么它们就是：安全空间。在第一次读到它之后的40多年中，巴菲特仍然认为这些字是正确的。尽管现代金融理论的狂热分子利用市场效率来否定价格（你支付的）与价值（你得到的）之间存在差异，巴菲特和格雷厄姆把它看做世界上的全部差异。

这种差异还说明，“价值投资”这个术语是一种多余。所有真正的投资必须基于一种对价格与价值之间关系的评估。没有采用这种价格与价值之间比较的投资策略根本不是投资，而是投机——希望价格会上涨，而不是相信所支付的价格比获得的价值低。巴菲特注意到，许多专业人士在区分“成长投资”与“价值投资”时犯了另一个常见的错误。巴菲特说，成长与价值并非截然不同。它们完整地联系在了一起，因为成长必定被当做价值的一个组成部分。

“相关投资”这个词也没有使巴菲特产生共鸣。这个术语在20世纪90年代中期变得流行，它描述了一种投资风格，这种风格被设计成通过强调股东的参与以及对管理层的监控，来降低股东所有权与管理层控制之间的隔离成本。许多人错误地把巴菲特与伯克希尔看成这种说明标签的榜样。巴菲特在少数几家公司中买入大量股份，然后长期逗留，这的确是事实。他还仅投资于由他信任的人运作的企业。但相似性也就是这样了。如果硬要巴菲特使用一个形容词来描述他的投资风格，那么这个词可能是“专注的”投资或“聪明的”投资。然而，即使这些词也发出了多余的声音；未经修饰的术语**投资者**最恰当地表述了巴菲特。

其他对术语的滥用包括，模糊投机与套利作为一种稳定的现金管理方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



法之间的差异；后者对伯克希尔这种产生大量超额现金的公司来说非常重要。投机与套利，而不是持有像商业票据这样的短期现金等价物，都是运用超过现金的方法。投机说的是，根据未发布的即将到来的交易谣言，用现金去赌大量的公司事件。套利——传统的理解是在两个不同的市场中充分利用同一样东西的不同价格，对于巴菲特而言说的是使用现金在一些已经公开宣布的机会中买入短期仓位，它充分利用了同一样东西在不同时间的不同价格。决定是否用这种方法运用现金，要求根据信息而不是传闻评估4个常识性的问题：事件发生的可能性、资金被锁住的时间、机会成本，以及如果事件没有发生时的下跌。

能力圈原理是巴菲特/格雷厄姆聪明投资板凳的第三条腿，随同市场先生和安全空间一起。这种常识性的规则教导投资者只考虑投资于他们用少许努力就可以理解的公司。正是这种坚持做自己知道的事，使巴菲特避免了其他人尤其是那些抱有快速致富幻想的人；几个世纪以来经常滋生投机市场的技术时尚和新时代的花言巧语允诺着这种幻想重复犯的错误。

在所有的投资考虑中，一个人必须防备巴菲特所说的“习惯的需要”。这是一种无处不在的力量，习惯性的动力在这种力量中导致拒绝变化，吸干股份公司的所有可用资金，以及下属反射性地同意CEO不那么好的战略。与那些经常在商学院和法学院中教授的不同，这种强大的力量通常干涉合理的企业决策。习惯需要的最终结果是导致行业模仿而不是行业领导的从众心理——对于企业来说，巴菲特称之为旅鼠似的方法。

普通股的替代品

所有这些投资原理都在巴菲特栩栩如生的文章中获得了生命，这些文章关注投资机会，而不是普通股，如垃圾债券、零息债券和优先股。在挑战华尔街与学术界时，巴菲特再次利用格雷厄姆的观念抵制发展来为垃圾债券辩护的“匕首论点”。匕首论点使用了对汽车司机在面对安装在方向盘上的匕首时所具有的过度顾虑为隐喻，过分强调了资本结构中的巨大债务对管理层施加的惩罚影响。

巴菲特针对20世纪90年代初一大批股份公司在沉重的债务负担下倒闭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

驳斥了学术研究，这些研究表明垃圾债券的高利率过度补偿了它们的高违约率。他认为这种失误是任何一年级的统计学生都看得出的错误假设：研究期间普遍的历史条件将来也完全一样。但是它们不会一样。进一步阐明垃圾债券蠢行的是这本书中由查理·芒格撰写的一篇文章，这篇文章讨论了迈克尔·米尔肯（Michael Milken）的金融手段。

华尔街往往会拥抱以收入产生力，而不是财务感为基础的观念，这种倾向常常把好观念堕落成坏观念。例如，在零息债券的历史上，巴菲特说它们可以使购买者锁定等于息票率的复合回报率，而这是定期支付利息的普通债券不会提供的。因此，使用零息债券一段时间，能使借款者借到更多的钱，而不需要有额外的自由现金流支付利息费用。但是，当零息债券开始由越来越弱的信用发行，而他们的自由现金流不能支撑不断增加的债务时，问题就来了。巴菲特悲叹："就像在华尔街市场发生的那样，聪明人在开头做的事，傻瓜在结束时做。"

关于优先股的文章说明了投资艺术的最佳状态，它强调企业的经济特性、管理层的质量，以及总是必要但不总是正确的困难判断。一篇讨论非传统投资的文章考虑在分配超额现金时，在石油、白银，甚至零息债券这样的载体上应用套利。

普通股

巴菲特回忆说，1988年伯克希尔在纽约证券交易所上市的那一天，他告诉伯克希尔股票的特定经纪商吉米·梅圭尔（Jimmy Maguire）："如果这只股票的下一次交易是从现在起的两年之后，那么我会认为你获得了巨大的成功。"尽管巴菲特开玩笑说梅圭尔"看起来对此并不热情"，但他强调在买入任何股票时他的思维定式是"如果我们在交易所闭市时不高兴拥有那个企业的一部分，那么我们在交易所开市时也不会高兴拥有"。伯克希尔和巴菲特是持久的投资者；伯克希尔的资本结构和分红政策证明了它。

不像许多CEO——他们渴望自己公司的股票在市场中以可能的最高价交易，巴菲特宁愿伯克希尔的股票按其内在价值或围绕其内在价值交易——既不太高也不太低。这种关联意味着，在一个时期的企业成效将使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那个时期拥有这家公司的人得益。保持这种关联，需要有这样一群股东，他们集体有长期的、面向企业的投资哲学，而不是短期的、面向市场的策略。

巴菲特注意到了菲尔·费雪（Phil Fisher）的建议，也就是公司就像餐馆，提供着吸引特定口味顾客的菜单。伯克希尔的长期菜单强调交易活动成本可以损害长期成效。实际上，巴菲特估计，活跃股的交易成本——经纪人佣金和做市商价差——常常会达到盈利的10%或更多。对于长期成功投资来说，避免或尽可能减少这种成本是必要的，而伯克希尔在纽约证券交易所上市有助于遏制这种成本。

股份公司的分红政策是一个重大的资产分配问题，这总是属于给股东的利息，但却很少向他们解释。巴菲特的文章澄清了这个主题，强调“资产分配对于公司和管理层来说至关重要”。在1998年初，伯克希尔的普通股在市场上的价格超过每股50 000美元，而公司的账面价值、盈利以及内在价值已经稳定地超出了平均年增长率。然而，公司在30多年中从未实施过一次拆股，也没有分配过一次红利。

除了反映出长期菜单以及使交易成本最小化之外，伯克希尔的分红政策还反映出巴菲特确信，一家公司的红利分配与红利保留政策应当以一个检验为基础：每一块美元的收益应当留存，如果这种留存会增加至少相似数量的市场价值；否则它就该派发。收益留存只有在“留存资本产生的增量收益相当于或大于那些通常可以分配给投资者的收益”时，才证明是有道理的。

就像巴菲特的许多简单规则，这是通常被股份公司管理层忽视的规则，当然除非他们是为自己的子公司制定分红政策。收益常常因非所有者因素得到留存，如扩张股份公司帝国，或者为管理层提供营运上的便利。

在伯克希尔，事情是那么与众不同。巴菲特在专题讨论会上说，在他的检验之下，伯克希尔“或许派发超过100%的收益”。查理·芒格插嘴说“你太对了。”然而，那没有必要，在巴菲特当伯克希尔的管家期间，资本的超额回报机会已经得到了发现和利用。

回购价格过低的股票对于资产分配来说可以是一种提高价值的方法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尽管这些并不总像看上去的那样。在20世纪80年代和90年代初，股票回购不常见，而巴菲特称赞那些经理们，他们认识到购买价格是1美元而价值是2美元的股票很少比使用公司资金的其他方法差。唉！就像经常发生的那样，模仿者挤了进来，因此你现在时常看到许多公司付2美元去购买值1美元的股票。这些破坏价值的股票回购常常是为了抬高下沉的股价，或者补偿因在这种低价格上执行股票期权而同时发行的股票。

拆股是另一个在美国股份公司中常见的行为，巴菲特指出它危害了所有者的利益。拆股有三个结果：它们通过促进股票周转率，增加了交易成本；它们吸引了持短期的、面向市场观点的股东，它们过度关注股票市场价格；以及作为这两种效应的结果，它们导致价格与企业内在价值的实质性分离。没有补偿的利益，拆分伯克希尔的股票就太蠢了。不仅因为这样，巴菲特补充说，它会威胁到颠倒30多年的艰苦工作，这些工作已经给伯克希尔吸引来了一个股东群，他们很可能是比其他任何大上市公司更加专注的长线投资者。

伯克希尔的高股价及其分红政策产生了两个重要结果。首先，过高的股票价格削弱了伯克希尔的股东将他们的股票权益赠与家人或朋友的能力，尽管巴菲特已经提供了几个明智的策略处理这个问题，如向受赠者便宜出售。其次，华尔街的工程师试图创造一种证券，这种证券旨在模仿伯克希尔的业绩，而且会出售给那些对伯克希尔、它的业务以及它的投资哲学缺乏了解的人。

为了回应这些结果，巴菲特与伯克希尔做了件有独创性的事。在1996年中，伯克希尔通过创造新一类股票，称作B股，并出售给公众，实施了资本结构调整。B股有现存A股1/30的权益；只是其投票权只有A股的1/200，而且B股不能参与伯克希尔的慈善捐赠计划。相应地，B股应当（也确实）在A股市场价格的1/30附近处交易。

A股可以转换成B股，这给了伯克希尔的股东一种自我进行的机制实施拆股，便利赠与等等。更加重要的是，伯克希尔的资本结构调整会停止伯克希尔克隆的市场，这个市场违背了巴菲特信奉的所有基本原则。这些克隆——根据对信托单位的需求买卖伯克希尔股票的投资信托——本会在股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



东身上增加成本。如果被那些不理解伯克希尔的业务或哲学的人持有，他们会导致伯克希尔股价的高峰，这导致了价格与价值之间的大幅背离。

B股被设计来只吸引分享巴菲特的专注投资者哲学的投资者。例如，与发行B股有关，巴菲特和芒格强调伯克希尔的股票当时在市场上定价不低。他们说，他们既不会按市价购买A股，也不会按发行价购买B股。这个信息很简单：不要买这些证券，除非你准备好长期持有。为B股只吸引长线投资者的努力看起来奏效了：发行后，这只股票的成交量比纽约证券交易所股票的平均值低得多。

有些人对巴菲特和芒格劝告式的声明表示惊奇，因为大多数经理告诉市场，他们公司新发行的股票的发行价很合理。然而，你不应当为巴菲特和芒格的披露感到惊奇。以低于价值的价格出售其股票的公司是在从现有的股东那里偷窃。相当可信，巴菲特认为那是犯罪。

兼并与收购

伯克希尔的收购政策是一种双管齐下的方法：购买有杰出经济特性，并由巴菲特和芒格喜欢、信任而且敬佩的经理们运作的企业的部分或全部。与通常的做法不同，巴菲特认为在购买整个企业时，极少有原因支付溢价。

这种少见的案例涉及有特权特性的企业——那些能提高价格，而不损害销量和市场份额，而且只要求增量资本投资提高这两者的企业。第二类少见的案例是存在非凡经理的时候，这些经理有识别运行不佳的企业的难得本领，并运用非凡的天资开启隐藏着的价值。

这两类企业极为有限，因此当然无法解释每年发生的成百上千起高溢价收购。巴菲特将这些不寻常类别之外的高溢价收购，归咎为打算收购的经理们的三种动机：收购的兴奋、规模扩大的兴奋，以及对企业合并后的协力优势的过分乐观。

在支付收购时，伯克希尔仅在它得到的企业价值比付出的多时，才发行股票。这对伯克希尔来说，已经越来越难。这种情况是因为，伯克希尔已经聚集起等于卢浮宫（Louvre）[⊖]艺术品收藏的企业。增加一幅波提切利

⊖ 法国国立美术博物馆，位于巴黎。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Botticelli）[⊖]的画来提高现存收藏的价值很困难，如果你不得不放弃部分伦勃朗（Rembrandt）[⊜]的收藏去获得增值就更困难。

遵循这条规则对于其他公司的经理们来说也很困难，但困难没有那么多，这是因为他们拥有出色的企业收藏。相反，巴菲特注意到，股票收购中的卖家根据买家股票的市场价格，而不是其内在价值衡量购买价格。如果买家的股票按其，比方说，内在价值的一半进行交易，那么采用这种度量的买家就给出了它获得的企业价值的两倍那样多。其经理——通常以协力优势和规模的理由使他或她的行为合理化，正在把兴奋和过度的乐观主义提高到股东的利益之上。

而且，用股票进行收购经常（几乎总是）被说成是"买家购买卖家"或者"买家收购卖家"。巴菲特认为"买家出售部分自己收购卖家"会带来更清晰的思考。毕竟，这就是发生的事情；而且它使一个人能够评估买家正在放弃什么去进行收购。

把股票作为现金的另一种滥用是绿票讹诈（Greenmail），也就是按溢价从不需要的求购者那里回购股票，抵挡他的收购建议。尽管股票回购对所有的股东来说可以是一种增值，但巴菲特谴责这种行为是股份公司打劫的另一种形式。

查理·芒格在本书中的第二篇文章中解释说，几乎同样应受到斥责的是20世纪80年代的一连串杠杆收购（Leveraged Buy-Out，LBO）。查理告诉我们，宽容的法律使LBO利润巨大，但LBO削弱了股份公司，为支付巨额债务给现金产生加上了沉重的溢价，并增加了收购的平均成本。

没有额外的高平均成本负担，增值收购就难以发现。巴菲特说，实际上大多数收购是贬值的。发现最佳的增值交易，要求专心于机会成本，这主要用对照通过股票市场购买杰出企业的一小部分来衡量。对于被协力优势和规模迷住的经理来说，这种专注格格不入，但它却是伯克希尔双管齐下投资法的必不可少的部分。

伯克希尔在收购时有其他优势：支付高质量的股票，以及在成交时提

⊖ 1444?—1510。佛罗伦萨画派的意大利画家。——译者注
⊜ 1609—1669。荷兰画家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供高度的管理自治——两者在收购公司时很少见，巴菲特如是说。巴菲特还把钱放在他的代言人那里，提醒潜在的卖家，伯克希尔已经从家族或者其他有限股东的群体中获得了它的许多企业，并邀请他们与每一位先前的卖家核对，看看伯克希尔是否言出必行。

会计与估价

关于理解并使用财务信息，巴菲特的文章提供了一种有趣且启发人的指南。在剖析通用会计准则（GAAP）的重要方面时，巴菲特说明了它们在理解和评估任何企业或投资时的重要性和局限性。巴菲特去除了几个关键话题的神秘色彩，这些话题突出了会计盈利与经济盈利之间，会计商誉与经济商誉之间，以及会计账面价值与内在价值之间的重要差别。对于任何投资者或者经理的评估工具箱来说，这些是必不可少的工具。

理解会计方法的最基本点是，它是一种形式。作为一种形式，它可以受到操纵。巴菲特用本·格雷厄姆在20世纪30年代撰写的一篇讽刺文学作品来说明这种操纵可以多么严重。格雷厄姆介绍的先进簿记方法，使他的幻影美国钢铁公司报告“显著提高的”收益，而不必有现金支出，或者经营环境或者销售的变化。除了讥讽精神，格雷厄姆解释的会计诡计不会与经常在美国股份公司中出现的有很大不同，

巴菲特强调，有用的财务报表必须能让使用者回答关于该企业的三个基本问题：公司大约值多少钱，满足其未来义务的能力，以及它的经理们在运作这家企业时工作做得有多好。巴菲特悲叹，GAAP惯例使这些鉴定困难重重，而且几乎任何会计制度都被紧紧追赶给企业的复杂性提供完全准确的答案。认识到发明一种超越GAAP的会计制度非常困难，巴菲特清楚地阐明了一套概念，这些概念朝着使财务信息对投资者和经理们有用走出了一段更长的路。

考虑巴菲特所称的“透明盈利”概念。GAAP投资会计方法要求对控股的股权使用合并法，这意味着在母公司的财务报告上报告被投资公司财务报告中的所有项目。对于20%～50%的股权投资，GAAP要求报告投资者在被投资公司财务报表收益中的相应比例的收益；对少于20%的投资，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GAAP规定只有投资者实际收到的红利才能得到记录，而不是被投资公司收益的任何一部分。这些会计规则遮掩了伯克希尔经济表现中的一项重要因素：其被投资公司的未分配收益是伯克希尔价值的一项巨大组成部分，但若使用GAAP就不会在财务报表中得到报告。

认识到了并非股权投资的规模决定了其价值，但未分配收益如何得到配置呢？巴菲特开发出了透明盈利的概念，衡量伯克希尔的经济绩效。透明盈利在伯克希尔的净收益上增加了被投资公司的未分配收益，并减去了增加的税金。对于许多公司来说，透明盈利与GAAP盈利没有什么不同。但是它们对于伯克希尔来说，而且很可能对于许多个体投资者来说，却大不相同。相应地，个人投资者可以对他们自己的投资组合采用相似的方法，并努力设计出一种可以在长线带来尽可能高的透明盈利的投资组合。

会计商誉与经济商誉之间的差别众所周知，但巴菲特的洞察力使这个主题让人耳目一新。会计商誉实际上是对企业收购价超出所得资产公允价值（在扣除负债之后）的数额。它在资产负债表上作为一项资产记录，然后作为年度费用摊销，通常达40年。因此分派给被收购企业的会计商誉随这种摊销费用的累积而降低。

经济商誉是另一回事。它是无形资产，像品牌认知性，无形资产可以使企业在有形资产像厂房和设备上产生超过平均水平的盈利。经济商誉的数量是那种超越的资本化价值。经济商誉往往随时间而增加，对于中庸的企业来说至少名义上随通货膨胀而增加，而对于有稳定经济特性或者特许权特性的企业来说比那增加得多。实际上，相对于有形资产有更多经济商誉的企业，比缺少经济商誉的企业，受通货膨胀的影响小。

会计商誉与经济商誉之间的这些差别需要下面的识别力。首先，企业经济商誉价值的最佳指南是它在无杠杆的有形净资产——不包括商誉的摊销费——上能获得多少收益。因此，当一家企业收购了另一家企业，而且这次收购在称作商誉的资产账户上得到反映时，对那家企业的分析就不该考虑摊销费。其次，既然经济商誉应当在其所有的经济成本中得到度量，也就是在摊销之前，因此评估可能的企业收购也应当不考虑这些摊销。

然而，巴菲特强调，同样的会计处理对折旧费就不成立——这些费用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不应忽视，因为它们是真正的经济成本。伯克希尔总是告诉其股东所收购的企业在扣除GAAP要求的任何收购价格调整之后的经营结果，在解释为何这样做的原因时，巴菲特发表了这个观点。

使用等于（a）营业收入加上（b）折旧费用以及其他非现金费用的现金流计算来估价企业在华尔街很平常。巴菲特认为这种计算不完整。在获得（a）营业收入并加上（b）其他非现金费用之后，巴菲特认为你必须扣除其他东西：（c）对企业必不可少的投资。巴菲特把（c）定义成“厂房和设备等资本化开支的平均数，这是企业用来完全保持其长期竞争地位和单位销量的投资”。巴菲特称（a）+（b）-（c）的结果是“所有者盈利”。

如果（b）与（c）不同，那么现金流分析与所有者盈利分析也不同。对于大多数企业来说，（c）通常超过（b），因此现金流分析通常夸大了经济现实。在所有（c）与（b）不同的情形中，计算所有者盈利可以使人比分析受到收购价格调整影响的GAAP收益或者现金流更准确地评估企业的业绩。这就是为何伯克希尔额外地为其收购的企业报告所有者盈利，而不是仅仅依靠GAAP盈利数字，或者现金流数字。

对巴菲特专用工具箱的最后例子是内在价值，“能够从企业的整个生存期中获得的现金的折现值”。尽管说起来简单，但是计算内在价值既不容易也不客观。它依据对未来现金流和利率走向的估计，但它是最终对企业重要的东西。相比之下，账面价值容易计算，但用途有限。因此至少对于大多数公司来说，过多地是按照市场价格。内在价值、账面价值和市场价格之间的差异或许难以说清楚，它们可以朝任何一个方向运动，但几乎肯定有某种差异。

伊索（Aesop）之于古老世界的寓言，犹如巴菲特之于我们这个世界的企业文章。写文章的人求助于说寓言的人，说明在一千年里估价一直相同——伊索说“手中的1只鸟值灌木丛中的2只”，而巴菲特则将这个原理延伸到了资金。评估是在数钱，既没有愿望也没有梦想，许多人应当学到的教训是20世纪90年代末技术股泡沫的破灭，当时的每一个人最终意识到，灌木丛中没有什么鸟。然而，是否每一个人都学到了这个教训还值得怀疑，因为自伊索时代起这个教训就再三得到告诫，可是自伊索时代起这个教训

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就不断地重演。

会计政策与纳税问题

巴菲特关于经济商誉与会计商誉，以及所有者盈利的文章导致了一种对频繁出现在头条新闻上的延续了几十年的老会计争论的政策见解：兼并在会计上应当作为一家公司对另一家的“盘购”（Purchase），还是作为先前单独公司的“联营”（Pooling）？差别在于，结合后的公司是否必须摊销会计商誉，作为影响几十年盈利的一种费用。经理们宁可不这样伤害未来的盈利，因此选择联营会计处理法。会计纯化论者认为这是惟一有意义的方法，因此要废除联营法，并要求对所有的兼并采用盘购法。

巴菲特提出了一种解决方案，它应当可以满足两种阵营，又与现实一致。这种解决方案是为商誉记录一项资产，但并不要求自动对它提取费用，影响未来收益。纯化论者应当高兴，因为商誉账户得到了记录，经理也应当高兴，因为影响未来收益的费用只有在商誉减少时才得到提取。它与现实相符是因为，在实际上所有的兼并中（a）一方是购买者而另一方是出售者，而且（b）购买到的经济商誉实际上在将来不是减少而是增加。（会计标准制定者最终采取了这种建议的一个版本。）

GAAP有足够多的麻烦。然而，两群人让它更糟：那些试图通过延伸会计处理想象超越GAAP要求的人，以及那些冥思苦想运用GAAP便利财务欺诈的人。前者特别难对付，正如在阐明对股票期权会计处理的争论如何揭示了许多主管人员和会计的狭隘主义时巴菲特所说的那样。例如，在批评反对在授予期权时将其作为费用处理的观点时，巴菲特提出了这种简明的论点：“如果期权不是一种酬报的形式，那么它是什么？如果酬报不是一种费用，那么它是什么？而且，如果费用不应当进入收益的计算，那么它应当去哪里？”到目前为止，他没有得到答案。

对会计报告完整性的要求是无止境的，定期发展出的新的会计诡计不断困扰着美国股份公司的首席财务官（CFO）。要捕捉的最新产品是“重组”（Restructuring）的会计处理，整个会计机动性范围的一种标签，这些机动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



性可以使经理们比以前更加灵巧地从事由来已久的盈利管理和平滑技巧。投资者们要小心！

会计报告完整性的皈依者有时必须亲历亲为。巴菲特经常这样做，他向投资者提供GAAP不要求的，但如果他们的位置对调时巴菲特要看的信息，如分部的数据。然而，有时像巴菲特显示出的这种改革胜利，是当会计规则开始要求公司记录先前没有要求记录的承诺为退休金提供资金时的情形。

来自巴菲特对财务信息讨论的清楚一课就是，会计方法有其内在的局限，尽管那是绝对必须的。尽管在报告盈利时有数不清的管理偏差以及潜在的滥用，但财务信息对投资者们有巨大的用处。巴菲特天天使用它，而且已经分配了几十亿美元这样做。因此，如果一个人做出有见识的判断，就能以可用的财务信息为基础做出重要的投资决策。这种判断可能包括，进行调整以确定透明盈利、所有者盈利和内在价值，并显示GAAP不要求在财务报告中记录的股票期权或者其他义务的实际成本。

在使这本文集成为完整的一体时，最后的文章说到了显而易见但却常常被忽视的长期投资的纳税优势。结合生命的两个确定性，最后的文章包括了巴菲特对他的个人寿命的许多玩笑之一：如果享受生活促进长寿，那么他正在危及玛士撒拉（Methuselah）的纪录（969年）。在关于这本文集的专题讨论会中，有人问巴菲特的死会对伯克希尔的股票有何影响。另一个人回答：“一种消极的影响。”不错过一次抨击，巴菲特俏皮地说：“它对股东的影响不会像对我那样消极。”

••••••••••• • • • •••••••••••

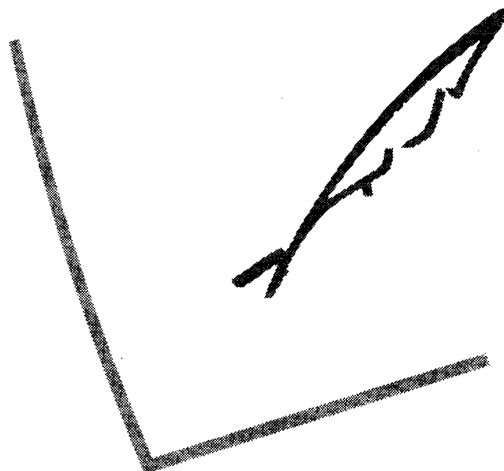
在巴菲特的文章中，讨论会计方法的突出位置，强调了会计政策与会计决策很重要。这个立场得到了格雷厄姆—多德基本估价分析的支持。然而它与现代金融理论的观点相冲突，这种理论认为有效市场会突破会计惯例，产生与价值相等的价格；它还与许多MBA和JD在过去几十年中所教授的知识相抵触。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特的文章能够再教育一代学生，而且继续教育他人。这非常重要，因为在过去30年中横扫美国的现代投资组合理论信条仍然得到宣扬，随大流的旅鼠式意愿仍然有活力。在使领导能力和独立思考受到摧毁时，这种弱点是战斗中聪明的敌人，巴菲特的文章为聪明且专注的投资发起了这场战斗。尽管仍然需要赢得战斗，但这本书打算要帮助这种追求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



开 场 白[⊖]

从某些方面来说，我们的股东是一个相当独特的群体，因此这影响了我们向你们汇报的方式。例如，在每年末，大约98%的流通股被那些在年初即是股东的人持有。因此，在我们的年度报告中，我们延续着我们已经在前几年告诉的事情，而不是重复大量的资料。这样你们就可以获得更多有用的信息，而且我们也不会感到厌烦。

此外，我们的股票中也许有90%被那些伯克希尔是他们最大证券财产的投资者所有，而且大多数时间肯定是最大的财产。这些所有者中的许多人愿意在年报上花大量的时间，因此我们尽力向他们提供如果将我们的角色对换时我们认为有用的信息。

相比之下，我们在季度报告中没有什么叙述。对这家公司，我们的所有者和经理们都有相当长远的眼光，因此很难在每个季度对志在长远的事谈出些什么新的、含义深刻的东西。

但是，如果你的确从我们这里获得了一种交流，那么它将来自于你们付工资运作这家企业的家伙。你们的董事长有一个坚定的

⊖ 1979年。本书中的脚注表示摘录的文章取自何年的年度报告。为了避免打断这本书中的叙述，摘录中的删节并没有用椭圆或者其他符号指明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



信念，那就是，现在和将来，所有者有权直接从CEO那里听取关于发生了什么事，以及他如何评论企业。在私营公司里，你会有这样的需求；在公开募股的公司里，你应该有同样的期待。不能把管家一年一度的报告移交给专职人员或公共关系顾问，他们未必能在管理者对所有者的基础上坦诚地说话。

我们认为，你们作为所有者，如同我们有权在伯克希尔·哈撒韦听取我们各企业单位经理们的报告那样，有资格听取你们的经理们的汇报。显然，详细的程度必须有别，尤其是在信息可能会对公司的竞争对手或这样的人有利的地方。但是，总的范围、均衡性，以及坦率的程度应该相似。当我们的营运经理们告诉我们发生了什么事时，我们不指望一份公共关系文件，而且我们认为你们也不应该收到这样的文件。

在很大程度上，各个公司得到了它们寻找并应得的一批股东。如果，它们将想法和交流集中于短期效益或短期股票市场结果上，那么在很大程度上它们会吸引专注于相同因素的股东。而且，如果它们在对待股东时玩世不恭，那么最终会被投资界以牙还牙。

受人尊敬的投资者兼作家菲尔·费雪⊖，曾将股份公司在吸引股东时的策略比作吸引潜在客户的餐馆的策略。一家餐馆可以寻找特定的常客——喜好快餐、精制餐、东方食品等等的主顾——并最终得到了一群合适的信徒。如果做得专业，那么这些对餐馆提供的服务、菜谱和价位称心的常客会经常回来。但是，餐馆不可能经常变换自己的特色，并以赢得满意而稳定的顾客而告终。如果企业在法国菜和外卖鸡之间摇摆不定，那么结果将是晕头转向和心怀不满的顾客的一扇旋转门。

对于股份公司及其寻求的股东来说也是如此。你不可能面面俱到，同时寻找主要兴趣从高本期收益率到长期资本增值，或到股票市场的信号等等的不同类型的所有者。

⊖ 美国著名投资家，1928年以证券分析师开始其职业生涯，并于1931年创办了费雪公司（Fisher & Company）——一家投资咨询公司。费雪被认为是现代投资理论的先驱之一，他著有多部关于投资的书籍，其中最经典的是于1958年出版的《普通股的不普通利润》（*Common Stocks and Uncommon Profits*）。巴菲特对这本书推崇备至，他曾说，“拜读了《普通股的不普通利润》之后，我找到了菲尔·费雪。我见到他时，他本人同他的思想一样给我留下了深刻的印象。用菲尔的技巧对公司进行剖析，能使人进行聪明的投资。”——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理人员寻求本公司股票活跃交易的推论让我们迷惑不解。实际上，这些管理人员是在说，他们要求许多现有的主顾不断因喜新厌旧而抛弃他们——因为你不可能增加许多新所有者（怀着新期待），而又不失去许多老所有者。

我们非常青睐那些喜欢我们的服务和菜谱、并且年复一年返回的所有者。比起那些已经占据伯克希尔·哈撒韦股东“位子”的人，可能很难发现一群更好的股东坐在这些“位子”上面。所以，考虑到一个了解我们的营运，赞同我们的策略，以及分享我们的期望的群体，我们希望在所有者中保持非常低的流动。而且，我们希望这些愿望成真。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

公司治理

对于股东和管理人员而言，许多股东年会是在浪费时间。有时这是因为管理人员不愿披露企业的实质问题，但在更多情况下，一场毫无结果的股东年会是由于到场的股东们更关心自己的表现机会，而不是股份公司的事务。一场本应进行业务讨论的股东大会却变成了表演戏剧、发泄怨气和鼓吹己见的论坛。(这种情况是不可避免的：为了每股股票的价格，你不得不告诉痴迷的听众你关于这个世界应当如何运转的意见。) 在这种情况下，股东年会的质量总是一年不如一年，因为那些只关心自己的股东的哗众取宠的行为挫伤了那些关心企业的股东们。

伯克希尔的股东年会则完全是另外一种情况。与会的股东人数每年都略有增加，而且我们从未面对过愚蠢的问题，或是自私自利的评论⊖。相反，我们得到的却是各式各样与公司有关的，有创见的问题。因为股东年会就是解答这些问题的时间和地点，所以查理和我都很乐意回答所有的问题，无论要花多少时间。(但我们不能在每年的其他时间回答以书信或电话方式提出的问题；对于一个拥有数千名股东的公司来说，一次只向一个人汇报是在浪费管理时间。)

⊖ 随后的致股东的信有时会报告出席先前股东大会的人数。到会人数从1975年的12人增加到了1997年的7 500人左右，并在21世纪初超过了15 000人，1984年以来的到会人数每年稳定增加40%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股东年会上真正禁止谈论的公司业务，是那些因坦诚而可能使公司真正破费的事情。我们的证券投资活动就是个主要的例子。㊀

1.1 与所有者相关的企业原则㊁

1. 尽管我们的形式是法人组织，但我们的经营观念却是合伙制。查理·芒格和我将我们的股东看做是所有者合伙人（Owner-partner），并将我们自己看作经营合伙人（Managing Partner）。（由于我们的持股规模，不管怎样我们还是有控制权的合伙人。）我们并不将公司本身作为我们企业资产的最终所有者，而是将企业看成是一个通道，我们的股东通过它拥有资产。

查理和我希望你们不要认为自己仅仅拥有一纸价格每天都在变动的凭证，而且一旦发生某种经济或政治事件就会使你紧张不安，它就是出售的候选对象。相反，我们希望你们把自己想像成一家企业的所有者之一，对这家企业你愿意无限期地投资，就像你与家庭成员合伙拥有一个农场或一套公寓那样。在我们这里，我们没有把伯克希尔的股东看成是过往人群中不知姓名的成员，而是把他们看作为了在身后留下些什么而将他们的资金托付予我们的、共担风险的投资者。

事实证明，大多数伯克希尔的股东确实信奉这种长期合伙的理念。即便在计算时把我拥有的股票数量排除在外，伯克希尔股票的年成交量也仅是其他美国大公司的一个零头。

实际上，我们的股东对伯克希尔股票的投资行为与伯克希尔本身对其所投资的公司的行为极为相像。例如，作为可口可乐公司和吉列公司股票的持有者，我们把伯克希尔当成是两家非凡企业的非经营性合伙人，我们用这两家公司的长期进步，而不是其股票每个月的涨幅，来衡量我们的成功。事实上，我们至少不关心几年中这些公司的股票毫无成交，或没有报价。如果我们有坚定的长期投资期望，那么短期的价格变化对我们来说就毫无意义，除非它们能够给我们提供以有吸引力的价格增加所有权的机会。

㊀ 引文，1984年。

㊁ 1996年的股东手册——源自1983年，1988年起每年一期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 与伯克希尔面向所有者的方针相一致，我们大多数董事的大部分净资产都投到了这家公司。我们吃自己烧的饭。

查理一家的净资产有90%或者更多是伯克希尔的股票；我的妻子苏西和我则超过了99%。此外，我的许多亲戚——例如我的姐姐和堂兄——的大部分净资产也是伯克希尔公司的股票。

查理和我对这种把鸡蛋放在一个篮子里的情况完全放心，因为伯克希尔本身就拥有各种各样业务真正迥异的公司。实际上，我们相信，伯克希尔拥有控制权的或重要少数股东权益的企业在质量和多样性方面几乎独一无二。

查理和我不能向你们允诺什么，但是，我们可以保证，无论你们选择做我们的合伙人多长时间，你们的财产都将与我们的同步变化。我们对高工资、股票期权或其他比你们“多”的收入毫无兴趣，我们只想在我们的合伙人赚钱的时候赚钱，而且比例完全一致。此外，如果我做了什么蠢事，我希望你们能从我也遭受了相同比例的损失上得到些安慰。

3. 我们的长期经济目标（受一些下文将会提到的条件影响）是使伯克希尔公司每股的企业内在价值的平均年增长率最大化。我们不以规模来衡量伯克希尔的经济意义或表现，而以每股的增长来衡量。我们确信每股的增长率在将来会降低——大大膨胀的资本基础要对此负责。但是，如果我们的增长率没有超过一般大型美国股份公司的增长率，那么我们将会大为失望。

自1983年底写了这段话以来，我们的内在价值（这是我稍后将讨论的题目）⊖以每年25%的速度增长，这种步伐真是让查理和我喜出望外。然而，方才叙述的原理仍然有效：以我们今天运作的这样的庞大资本，很难达到在资本规模小得多的时候所取得的成就。我们对内在价值增长率的最高期望是平均每年15%，而我们可能与这个目标相距甚远。实际上，我们认为，几乎没有哪家大企业有机会在一段相当长的时间内以每年15%的复合增长率提高企业内在价值。所以，有可能我们最终达到的设定目标高于平均水平却远低于15%。

4. 我们的首选是通过直接拥有一些可以产生现金而且持续获得高于平均水平的资本回报的多元化企业来达到我们的目的。我们的第二个选择是拥有相似

⊖ 见5.5节的内在价值、账面价值和市场价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的部分股权，这些股权主要通过我们的保险子公司买入可流通的普通股来实现。股票的价格和可获得的程度，以及对保险资金的需求决定了任何特定年份的资产配置。

像往常一样，与谈判买下整个小型企业相比，通过股票市场来购买优秀企业的部分股权较为容易。但是，我们继续优先考虑100%的收购，而且在某些年份我们非常幸运：1995年，我们实际收购了3家公司。尽管也有一无所获的年景，但我们仍希望在今后几十年中进行一些收购，而且是大收购。如果这些收购与我们过去收购的质量相同，就会对伯克希尔有很大的好处。

我们遇到的挑战是以我们产生现金的速度迅速产生新的思想。在这方面，低迷的股市可能给我们带来极大的优势。第一，它有助于降低价格，使我们可以收购整个公司。第二，低迷的股市使我们的保险公司更容易以有吸引力的价格购买优秀企业的小部分股权——包括增加我们已拥有的企业的股份。第三，一些同样杰出的公司，比如可口可乐和富国银行，是它们自己股票的坚定买家，也就是说，他们，还有我们，从以更低价格的买入中获益。

总体而言，伯克希尔及其长线股东从不断下跌的股市中受益匪浅，这很像一个经常采购食品的人从不断下跌的食品价格中受益。所以，当市场下滑的时候——它一向如此——既不要恐慌，也不要沮丧，这对伯克希尔来说是好消息。

5. 因为我们对企业所有权采用两分法，又因为传统会计的局限性，所以报表中的合并利润相对来说几乎没有揭示我们的真实经济成果。查理和我，既作为所有者，又作为管理者，实际上对这种合并数字不感兴趣。但是，我们会向你们汇报我们控制的各主要企业的收益，它们是我们认为极为重要的数字。这些数字与我们提供的每个企业的其他情况结合在一起，应当有助于你们对它们做出判断。

简言之，我们力图在年报里给你们提供真正有意义的数字和信息。查理和我尤其注意我们的各家企业是否运转良好，我们还力图了解每家企业的运行环境。例如，我们的企业所处的产业是在上升还是下降？查理和我需要确切知道哪一种情况占上风，并相应调整我们的期望。我们还会将我们的结论传达给你们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长久以来，我们的企业实际上全都超出了我们的期望。偶尔我们也有失望，所以我们在报喜的同时也会坦率地报忧。当我们用非传统的手段来衡量我们的进步时，我们将试图解释这些概念以及为什么我们认为这些概念非常重要。换言之，我们深信，告诉你们我们的思考方法，将使你们不仅可以评估伯克希尔的各家企业，而且还可以接触到我们的管理方法和资产配置方法。

6. 会计结论并不能左右我们的营运决策或资产配置决策。如果收购成本相似，我们宁愿收购在会计准则下2美元不可报告的收益，也不愿意收购1美元可报告的收益。既然整个企业（其收益完全可报告）的售价通常两倍于其部分股权（其收益大部分不可报告）的比价，所以这的确是我们经常面对的选择。无论何时，我们都希望隐含的收益通过资本利得完全反映在我们的企业内在价值中。

我们试图通过经常报告“透明”（Look-through）盈利……来抵消常规会计的弊端。这种透明的数字包括伯克希尔自己报告的营业收入，不包括资本利得和盘购会计（Purchase Accounting）调整（见本节后面的解释），但要加上我们主要被投资方的未分配收益中属于伯克希尔的份额——根据传统会计，这些均不包括在伯克希尔的利润数值中。从这些我们被投资方的未分配利润中，我们还扣除了如果将这些利润作为红利派发给我们时应纳的税。我们还从被投资方的利润数字中除去了资本利得，盘购会计调整，以及营业外收支。

我们发现，到目前为止，被投资公司的未分配利润总的来说对伯克希尔完全有利，就好像它们已经派发到了我们的手中（因此也就好像它们已包含在我们正式报告的收益中）。这种令人愉快的结果已经出现，因为我们投资的大多数公司都从事真正与众不同的业务，这些业务常常可以通过将资本投入它们的企业或回购它们的股票，使增量资本发挥最大的作用。很明显，我们投资的公司所作出的资本决策并没有使作为股东的我们分得红利，但总的来说，对于它们留存的每一个美元，我们已经储存了远远超过一美元的价值。我们因此将透明盈利当作我们每年从各种业务营运中获得的利润的真实写照。

7. 我们极少举债，当我们的确需要借钱时，我们尽量使贷款构建在长期固定利率的基础上。与其在我们的资产负债表中出现过高的财务杠杆，我们宁可拒绝各种让人感兴趣的机会。这种保守的做法不利于我们的经营业绩，但考虑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到我们对投保人、债权人和许多将他们的绝大部分净资产交给我们管理的股票持有人所承担的信托义务，这是惟一能使我们自在安逸的做法。（印第安纳波利斯500英里汽车赛（Indianapolis 500）㊀的一位胜者曾说过："要想争得第一，先得跑完全程。"）

查理和我采用的财务计算方法，从不允许我们用一夜好梦，换取博得几个百分点的额外收益的机会。我从不相信，为了追求我的家人和朋友所没有的和不需要的东西，而拿他们已有的和需要的东西去冒险。

此外，伯克希尔已经引入了两种低成本的、无风险的财务杠杆来源，使我们可以安全地拥有远高于单凭我们的股本金所允许拥有的资产：递延税额以及"浮存"（Float）——我们的保险企业持有的他人的资金，因为在赔付损失之前保险公司先得收取保险费。这两种资金都增长得十分迅速，现在总计已有大约120亿美元。

更妙的是，这种筹款到目前为止无需成本。递延税额负债不承担利息支出；而且，只要我们能够在我们的承保业务上收支相抵——平均而言，我们已经在此项业务29年的经营中做到了这一点——那么由这种作业产生的浮存的成本就是零。必须明白，这两项是等同的；它们是真正的负债，是没有违约赔偿或到期日的负债。因此，它们给予我们举债的益处——一种使更多资产为我们所用的能力——但未使我们承担它的任何缺点。

当然，不能保证将来我们也可以免费得到浮存。但是，我们认为实现这个目标的机会与保险业务中其他人的一样多。我们不仅在过去达到了这个目标（尽管你们的董事长犯过一些重要错误），而且在收购了GEICO之后，我们现在已经大大增加了将来实现这个目标的期望。

8. 管理者的"愿望表"（Wish List）㊁不能靠花股东的钱来满足。我们不会以不顾对股东有长期经济影响的控制价格收购整个企业来分散投资，我们会像处置我们自己的钱那样处置你们的钱，彻底权衡你们通过在股票市场上直接买入股票来使投资组合多样化所能达到的价值。

查理和我仅对那些我们相信可以提高伯克希尔股票每股内在价值的收购感

㊀ 世界上历史最悠久也是最具声望的汽车赛，每年5月在美国印地安纳州的首府印第安纳波利斯举行。——译者注

㊁ 俚语，一个人想要得到的或是希望发生的东西的列表。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴趣，我们的工资多少和办公室规模永远与伯克希尔资产负债表的规模无关。

9. 我们认为崇高的目标应该定期用结果来检验。1美元的留存收益是否至少给股东带来了1美元的市场价值，我们以此来检验留存收益是否明智。到目前为止，检验结果是合格的。我们将以5年为循环继续使用这种检验标准。由于我们的资产净值在增长，有效地使用我们的留存收益变得更加困难。

我们继续通过了检验，但是这样做的挑战已经越来越大。用留存收益创造额外的价值，如果我们不能做到这一点，那我们就会把收益派发，由我们的股东去支配。

10. 只有在得到的企业价值与付出的相等时，我们才发行普通股。这条规则适用于所有的发行方式——不单是兼并和发行公众股，而且还有债转股、股票期权以及可转换证券。我们不会在与整个企业的价值不一致的基础上出售公司的一小部分——这是发行股票要达到的数额。

我们在出售B级股（Class B Share）时曾指出，伯克希尔股票的价值没有被低估——有人认为这令人震惊。这种反应是没有充分根据的。相反，如果我们在股票价值被低估的时候发行股票，震惊才会显现出来。那些在股票公开发行时声称或暗示他们的股票价值被低估的管理人员，通常是诚实有余，或对他们现有股东的钱顾惜不足：如果管理人员故意将实际上值1美元的资产卖80美分，那么企业的所有者就会不公正地蒙受损失。在最近的股票发行中，我们没有犯过这种错误，将来也永远不会。

11. 你们必须明了查理和我共有的一种有损于我们理财业绩的态度：无论价钱如何，我们对出售伯克希尔拥有的任何优秀企业根本不感兴趣，我们也不愿意出售低于标准的企业，只要我们希望它们至少还能产生一些现金，只要我们对它们的经理和劳资关系的感觉尚可。我们希望不再重复资产配置上的失误，这些失误使我们陷入了这些低于标准的企业。并且，对于用大笔资本开支使我们那些蹩脚的公司重新恢复令人满意的赢利能力的各种建议，我们慎之又慎。（规划灿烂绚丽，规划者诚心诚意，但到了最终，对江河日下的行业进行大笔额外的投资，就如同在流沙中挣扎那样于事无补。）然而，金兰姆式（Gin Rummy）[⊖]的管理行为（在每一次出牌时，垫出你最没有前途的企业）并不是

⊖ 一种双人纸牌游戏。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的风格。我们宁可让总的结果略受影响，而不愿意采取那种方式。

我们继续避免金兰姆式的行为。在经过20年的苦苦挣扎后，我们在20世纪90年代中期关闭了纺织厂，这是事实，但这仅仅是因为我们认为它注定要导致无休止的营业亏损。然而，我们既没有考虑出售那些能卖出好价钱的公司，也没有考虑抛下那些落后的公司，尽管尽力治愈那些导致它们落后的病症会带给我们很多麻烦。

12. 我们开诚布公地向你们汇报，强调在评价公司价值时的种种有利因素和不利因素。我们的指导方针是，告诉你们当我们处在你们的位置上时想要知道的公司的实际情况。这是我们起码应当做到的。再者，作为一家拥有大量交流业务的公司，与我们希望那些新闻记者在报道他人时采用的标准相比，在报道我们自己时，在准确性、平衡性以及深入性上采用较低的标准，对我们来说是不可原谅的。我们相信开诚布公对作为经营者的我们也有益：在公众场合误导他人的CEO，最终会在私下里误导他自己。

在伯克希尔，你们见不到会计花招和会计调整的"大浴缸"。而且，我们不会"修匀"我们的季度收益或年度收益：如果盈利数字在到达公司总部时参差不齐，那么他们在到达你们那儿时也同样的参差不齐。最后，当盈利数字是非常粗略的"估计"时，因保险起见它们必须留有余地，那么，我们会尽量采用前后一致的和保守的处理方法。

我们将通过几种途径与你们交流。通过年度报告，我们力图在一份保持合理长度的文件中向全体股东传达有价值的信息；我们还力图在季度报告中传达大量提炼过的但非常重要的信息，尽管我不亲自撰写这些报告（一年一份详细报告足矣）。还有另一个重要的交流场合是我们的股东年会，查理和我很高兴在会上用5小时或更多的时间回答有关伯克希尔的问题。但有一种途径是我们不采用的：一对一的交流。伯克希尔有成千上万名股东，这么做不可行。

在所有的交流中，我们力保没有哪一个股东可以近水楼台先得月：我们不采用给分析师或大股东进行收益"指导"的惯例。我们的目标是使所有股东同时得到最新的信息。

13. 尽管我们有开诚布公的政策，但是我们仅在法律要求的情况下谈论我们对可流通证券的投资活动。好的投资计划就像那些好的产品和公司兼并方案

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那样罕见、珍贵，而且会被竞争对手盗用。因此，我们通常不会谈论我们的投资计划。这种禁忌甚至在我们出售证券以后（因为我们可能再将他们买回来）以及市场谣传我们购买某些股票时也依然存在。如果我们否认这些报道，但又在其他场合说“无可奉告”，那么无可奉告就会变成不打自招。

尽管我们不愿意讨论特定的股票，但我们可以自由地讨论我们的公司和投资哲学。我从本·格雷厄姆开阔的治学胸襟中受益匪浅，他是金融史上最伟大的教师，因此我相信，将我从他身上学到的投资哲学向前推进，是正确得当的，即使那可能像本的教诲对我产生的作用那样，给伯克希尔造就强大的投资新对手。

一条补充规则

在可能的情况下，我们希望每一位伯克希尔的股东记录下在他合伙期间的股票市值的损益，它与在此持有期内，公司每股内在价值的损益成正比。要想出现这种情况，一股伯克希尔股票的内在价值与其市价间的关系必须保持恒定，而且根据我们的偏好是一比一。那意味着，我们宁愿看到伯克希尔的股票价格处于合理的价位，而不是高价位。很明显，查理和我不能操纵伯克希尔的股价。但通过我们的政策和交流，我们可以助长股东有根据、有理性的行为，这种行为结果也会产生理性的股票价格。高估与低估同样有害，我们的方式方法可能会使一些股东，尤其是那些准备抛售的股东失望，但是我们相信，它给伯克希尔带来吸引长线投资者的美好前景，这些投资者从公司的进步中，而不是从他们合伙人的投资失误中谋求利润。

1.2 完整且公平的披露[⊖]

在伯克希尔，完整的报告意味着给了你们这样的信息，就是如果我们的位置调换，我们希望你们给我们的信息。在那种条件下，查理和我想要的是关于当前营运的所有重要事实，以及CEO对公司长期经济特征的坦率看法。我们不仅期待大量的财务细节，而且还有对任何重要数据的讨论，我们需要对发布的数据做出解释。

⊖ 2000年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当查理和我阅读报告时，我们对全体员工、工厂或者产品的照片毫无兴趣。EBITDA（未计利息、税项、折旧及摊销前收益。——编者注）才使我们发抖——管理层认为的牙齿仙女（Tooth Fairy）[⊖]负担了资本开支吗？[⊜]我们对于含糊不清的会计方法非常怀疑，因为太多的时候那意味着管理层想隐藏什么东西。而且，我们不想阅读公共关系部门或者公共关系顾问制造出来的消息；相反，我们期待一家公司的CEO用他或她自己的话解释发生了什么。

对我们来说，完成报告意味着同时给我们的30万个“合伙人”发布信息，或者尽可能接近那个目标。因此，在周五市场收盘后至第二天早上，我们才将我们的年报和季报放在因特网上。通过这样做，股东以及其他有兴趣的投资者就可以及时地接触到这些重要的公告，而且在周一市场开盘之前还有很多时间消化它们之中包含的信息。

我们要为直到目前仍然担任SEC（美国证券交易委员会。——编者注）主席的小阿瑟·莱维特（Arthur Levitt, Jr.）所做的工作鼓掌，这些工作对最近几年像癌症一样传播的股份公司“有选择的披露”行为采取了严厉的措施。实际上，对于大股份公司来说，这种“有选择的披露”已经成为“指引”分析师或者大股东预期盈利的实质标准，这个预期盈利被用来恰好等于或者稍稍低于公司真正希望得到的盈利。通过股份公司从事的这种有选择地散布的暗示、眨眼和点头，满脑子投机思想的机构和顾问相对于有投资倾向的个人就得到了一种信息上的优势。这是一种堕落的行为，不幸的是，它既被华尔街所信奉，又被美国的股份公司所信奉。

多亏莱维特主席——他代表投资者们的总体努力既不屈不挠又卓有成效，股份公司现在被要求平等地对待它们所有的股东。改革出于高压政治而不是良心这个事实，对于CEO们以及他们的投资关系部来说是件丢脸的事。

我在大胆表述观点时的深层想法是：查理和我认为，对于CEO们来说，预测他们公司的增长率不仅虚伪而且危险。当然，他们常常被分析师们和自己的投资关系部门怂恿这样做。无论如何，他们应当顶住，因为在太多的时候这些预测导致了麻烦。

⊖ 据说会在儿童掉落在枕边的幼齿旁放上钱财的仙女。——译者注

⊜ 见6.4节，所有者收益和现金流的谬误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CEO有他自己的内部目标是件好事，而且在我们看来，对于CEO来说，公开表达他对未来的某些期望更适当，如果这些期望伴随着明智的警告。但是对于一家大公司来说，预言其每股盈利会长期按每年15%的速率增长那可是在找麻烦。

这是事实，因为这种幅度的增长率只可能被很少的大公司所维持。这里有一项测试：假如研究1970~1980年间200家盈利最高的公司的记录，并把从那时起有多少公司已经实现了每股盈利15%的年增长率列成表格，你就会发现只有为数不多的公司有这样的增长。我敢打赌，在2000年最赚钱的200家公司中，不会超过10家在下一个20年能够实现每股盈利15%的年增长率。

从自以为是的预测中引发的问题不仅仅在于它们散布没有根据的乐观主义，更让人忧虑的事实是，它们腐蚀着CEO的行为。多年来，查理和我已经观察到许多例证，在这些例子中CEO们从事着不经济的营运方法，以使他们可以达到对外公布的盈利目标。更糟糕的是，在竭尽所有营运技巧之能事后，他们时常玩弄更多的会计把戏“制造数字”。这些会计诡计有一条滚雪球的途径：一旦公司把一个时期的盈利挪到另一个时期，由此引发的营运损失就要求公司从事更进一步的会计操纵，这些操纵必定更加“英勇”，可以把胡说八道变成欺诈。（据记载，更多的钱被钢笔而不是枪偷走了。）

查理和我对有些公司心存戒备，这些公司被用美妙的预测吸引投资者的CEO们操纵。有一些经理人将被证明是先知——而其他人将最终变成天生的乐观主义者，甚至是江湖骗子。不幸的是，对于投资者们来说，事先知道他们在与之打交道的经理人属何种类型可不容易。

1.3 董事会与经理㊀

我们可以近距离观察的“被投资公司的CEO们的表现”，与那些我们有幸从安全距离观察的许多CEO的表现，形成生动的对照。有时这些CEO明显不能胜任他们的工作；但他们的位置常常很安全。这种公司管理上的极大讽刺是因为一位不称职的CEO比一位不称职的下属更容易保住工作。

例如，一个秘书受雇于一份要求每分钟至少打80个字的工作，但实际上她

㊀ 短线分隔成的部分分别写于1988年，1993年，1986年，1998年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每分钟仅能打50个字，那么她会立刻失去这份工作。这份工作有一个合乎逻辑的标准，工作表现很容易衡量，如果你达不到标准，你就会被解雇。相似地，如果销售人员未能在短期内创造足够的业绩，也会被解雇；此时，任何借口都不能取代订单。

然而，一名碌碌无为的CEO常常能够过关，原因之一是衡量他们工作业绩的标准几乎不存在。在工作时，甚至是败绩重大或反复出现的时候，他们通常含含糊糊，否则他们就可能被解雇，或者难以自圆其说。在众多的公司里，老板先是射出管理业绩之箭，然后在箭落下的地方匆匆画上靶心。

另一个CEO与底层下属之间的、常常被忽略的重要区别是，CEO没有直接的，衡量其业绩的上司。如果一个销售经理在他的销售队伍中聘用了一群无能之辈，那么他很快就会像热锅上的蚂蚁，并立即消除用人错误，因为事关他的切身利益，不这么做他就自身难保。一位雇用了无能秘书的办公室经理也会面对同样迫切的问题。

但是，CEO的老板是难得衡量自身的，极少对公司业绩不佳负责的董事会。如果董事会在雇人时出现失误，并任由这种失误继续下去，那又怎么样呢？即使公司因为这个失误被接管，交易也很可能给即将离任的董事会成员优厚的待遇。（官越大，跌得越轻。）

最后，人们希望董事会与CEO之间和睦相处。在董事会上，对CEO业绩的批评被当成是在公共场合打嗝，招人忌讳。但没有这种禁忌阻止办公室经理批评不称职的打字员。

我们不能把这些当成是对所有CEO或董事会成员的谴责：他们中的大多数不仅能干而且吃苦耐劳，有一部分甚至出类拔萃。但是，查理和我眼见的管理失误，使我们对与符合我们三条永恒信念的管理人员一起共事颇感欣慰。他们热爱自己的公司，像所有者那样思考，他廉洁奉公而且才华横溢。

…………●●●…………

在我们的股东年会上，人们常常会问：“如果你被卡车撞倒，这里会出现什么情况？”我很高兴他们仍然能以这种方式提问。用不了多久这个问题就会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变成："如果你没被卡车撞倒，这里会出现什么情况？"

不管怎样，这样的问题为我讨论公司治理找到了一个原因，公司治理是去年的热门话题。总体而言，我相信董事们最近已经挺直了他们的脊梁，而且与不久以前相比，股东愈发被当作是真正的所有者。但是，评论公司治理的人极少区分，存在于上市公司中的，3种截然不同的经理/所有者情况间的任何差别。尽管董事的法律责任从头至尾是完全一样的，但他们引起变化的能力却因事而异。人们常常注意第一种情况，因为它最普遍。但是，既然伯克希尔属于第二种情况，而且总有一天会进入第三种情况，我们将讨论所有三种情况。

第一种，是最普通的董事会，是那种没有控股股东的公司中的董事会。在这种情况下，我相信各位董事应当像有一位缺席所有者那样行事，应当通过各种适当的途径提高该所有者的长期利益。不幸的是，"长期"给了董事们许多操纵的空间。如果董事们既不正直诚实，又缺乏独立思考的能力，那么他们可能在声称为股东的长期利益着想的同时，粗暴地对待股东。但如果董事会运转良好，而且必须应付一种二流的甚至更糟的管理状况，那么，董事们就有责任改变这种状况，就像一位聪明的公司所有者会做的那样。如果能干却贪婪的经理做过了头，又想把手伸进股东的口袋深处，那么董事们就必须斩断他们的魔爪。

在这种通常（plainvanilla）状况下，一位看到他不喜欢的事情的董事应当用他的观点说服其他董事。如果他成功了，董事会就有了做出适当改变的力量；假如这位不高兴的董事不能让其他董事同意他的观点，那么他就应该让缺席的公司所有者了解他的观点。但董事们极少如此，实际上，许多董事的性格与这种挑剔的行为互不相容。但是，如果问题非常严重，那么我看不出这种行为有什么不合时宜。自然，爱抱怨的董事可能会受到持不同观点董事的强烈反驳，这可以阻止持不同观点的人追求毫无价值或毫无理性的事业。

就方才讨论的董事会来说，我相信董事的人数应相对少一些——比如，10名或更少——而且大多数应该来自公司外部。公司外部的董事会成员应当为CEO的表现建立标准，而且应当在他回避的情况下定期开会，以上述标准来衡量其表现。

董事会成员必须通晓公司业务，对本职工作有兴趣，而且为公司所有者着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想。在许多情况下，人们选举董事仅仅是因为他们有名望，或者是为了增加董事会的多样性。这种习俗是一种错误。而且，挑选董事的错误尤其严重，因为董事的职务很难解除：和和气气但无所事事的董事永远不用担心自己会丢了饭碗。

第二种情况存在于伯克希尔，伯克希尔的控股股东亦是公司的经理。在一些公司，这种情况可以通过发行两种不同投票权的股票轻易实现。在这种状况下，董事会明显不能在所有者和管理者之间担当起代理人的角色，而且董事们除了劝说以外产生不了任何影响。因此，如果所有者/经理间的关系一般或者更糟——或者过头了——那么董事除了反对之外就别无他法了。如果与所有者/经理没有任何关系的董事们取得了一致意见，那就很有可能产生某种作用，但更有可能起不到任何作用。

如果事情毫无改观，而且问题十分严重，那么来自外部的董事就应当辞职。他们的辞职将表示他们对公司管理水平的怀疑态度，而且可以强调没有哪位外来者处于可以改变所有者/经理间糟糕关系的地位。

第三种公司治理出现在控股的所有者并不参与公司管理的情况下。这种情况将外部董事置于潜在的有利位置，好时食品（Hershey Foods）和道琼斯（Dow Jones）就是这样的例子，如果他们对经理的能力或不能廉洁奉公不满意，他们就可以直接向所有者（也可能在董事会中）抱怨。既然外部董事仅需对一位所有者，且很可能是有利害关系的所有者表明自己的观点，而这位所有者在董事的观点有说服力的情况下能够立刻引起改观，那么这种状况对外部董事来说就非常理想。即使如此，不满的董事也仅有一条路可走，如果仍然对严重的问题不满意，那么除了辞职以外他别无选择。

从逻辑上讲，第三种情况对于保证一流管理最为有效；在第二种情况下，所有者不会解雇自己；而在第一种情况下，董事们常常发现很难对付平庸之为或过分之举，除非不满的董事可以赢得董事会中的大多数人——这是一项难缠的社交和说服任务，尤其是管理者的行为仅仅是令人讨厌，而不是让人震怒——否则他们的手脚就会受到束缚。实际上，陷于这种状况中的董事常常相信，睁一只眼闭一只眼至少可以做老好人，与此同时，管理人员继续无拘无束地行事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在第三种情况下，所有者既用不着自我评判，也不会背上争取大多数董事合作的包袱。他还可以保证，外部董事将给董事会带来有益的因素。相应地，董事们也知道他们的忠言良策将得到倾听，而不是被一群不听话的管理人员所掩盖。如果有控制权的所有者聪明而又自信，那么他可以做出既英明又符合股东利益的管理决策。此外——这极其重要——他能够立即纠正自己犯的任何错误。

在伯克希尔，我们在按第二种方式运作，并将在我在位期间维持不变。让我补充一句，我的健康状况甚佳。无论好坏，你们可能愿意让我继续作为所有者/经理人。

如果我先走一步，那么我所有的股票将归我的妻子苏西所有，如果她先于我作古，那么这些股票将留给一家基金会，无论是税收还是遗产都不需要抛售股票。

当我的股票遗留给妻子和基金会时，伯克希尔就会进入第三种治理模式，在一位有重要利益的但非管理人员的所有者，与一支为该所有者履行职责的经理队伍的领导下继续前进。为了对此作好准备，几年前苏西已被选入董事会，而且在1993年，我的儿子霍华德也加入了董事会。将来这些家庭成员不会成为公司的经理，但如果我遇到不测，那么他们将会代表有控制权的股东的利益。我们大多数的其他董事也是伯克希尔股票的主要持有者，而且每一位都有强烈的所有者倾向。总而言之，我们正在为“大卡车”做准备。

………… ● ● ● …………

查理·芒格和我实际上只有两项工作，一项是吸引并留住才华横溢的经理们来管理我们各种各样的业务，⊖这并不难。通常，与我们收购的公司一并而来的经理们，已经在各种迥异的公司环境的职业生涯中证明了他们的才华，他们在认识我们以前就早已是管理明星，我们的主要贡献就是不挡他们的路。这种方法的基本要素是：如果我的工作是管理一支高尔夫球队——而且杰克·尼

⊖ 一个是资产配置，将在第2章和第5章讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克劳斯（Jack Nicklaus）[⊖]或者阿诺德·帕尔马（Arnold Palmer）[⊜]愿意为我打球——那么两者都不会从我这里得到关于如何挥杆的指导。

我们的一些主要经理原本就很富有（我们希望他们人人如此），但这并无害于他们的持续利益：他们工作是因为他们热爱自己所做的一切，并品尝杰出成绩带来的喜悦。他们永远像所有者那样思考（这是我们能够给予一位经理的最高评价），而且发现自己公司的各个方面都引人入胜。

（具有这种职业热情的原型是一位身为天主教徒的裁缝，他用自己多年的微薄积蓄去梵蒂冈朝圣。归来时，他的教区举行了一次特别会议，聆听他亲身感受的关于教皇的第一手印象。“告诉我们吧！”热情的教徒说，“他是什么样的人？”我们的英雄精炼地回答：“他是位44岁的巫师。”）

查理和我知道，优秀的队员几乎可以使任何带队经理成绩斐然。我们认同奥美广告公司（Ogilvy & Mather）的天才，创始人大卫·奥格威（David Ogilvy）曾说过的话：“如果我们每个人都雇用比我们矮的人，那么我们就会变成一家侏儒公司。但是，如果我们每个人都雇用比我们高的人，那么我们就会成为一家巨人公司。”

我们管理风格的副产品是它给了我们轻易拓展伯克希尔经营活动的能力。我们已经阅读了探讨应当有多少人向一位业务主管汇报的管理论文，但它们对我们毫无意义。当你有了对自己管理的企业充满热情的能干的经理，那么你就会有一打或更多的汇报，并且仍然能够在午后小睡。相反地，如果有一位虚伪、无能或者与公司没有利害关系的经理向你汇报，那么你会发现自己力不从心。查理和我能够与两倍于我们现有数量的经理们共事，只要他们与现在的经理一样出类拔萃。

我们愿意继续与我们喜欢而且敬重的人一起共事，这不仅可以使取得良好结果的机会最大化，而且可以保证良好的合作过程。另一方面，与那些令你倒胃口的人合作就像为了钱而结婚——这在任何环境下都是一个坏主意，但如果

⊖ 1940—。美国职业高尔夫球手。作为历来世界最有成就的高尔夫球手，尼克劳斯曾赢过6次美国名人赛，4次美国公开赛，3次英国公开赛和5次美国职业高尔夫球手协会（PGA）锦标赛，共18次赢得四大赛。——译者注

⊜ 1929—。美国职业高尔夫球手，第一位4次赢得美国名人赛冠军的运动员，是20世纪60年代末期至70年代中期，高尔夫球界的领袖人物。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你已经非常富有，那你绝对是疯了。

············ ● ● ● ············

在伯克希尔，我们认为，告诉杰出的CEO如GEICO公司的托尼·尼斯利（Tony Nicely），如何运作公司是愚蠢到了极点。我们的大多数经理人，若总是在驾驶员的后座上动动嘴指导驾驶，就不会为我们工作了。（通常，他们不必为任何人工作，因为大约75%的人富有得无须为生计而操劳。）此外，他们是生意界的马克·麦克基韦斯（Mark McGwires）[⊖]，因此对于如何握住球棒或者何时挥动，他们不需要从我们这里得到任何建议。

尽管如此，伯克希尔的所有制使经理们的最佳状态更加有效。首先，我们消除了通常与CEO的工作为伍的所有仪式性的活动和与生产无关的活动，经理们全面掌控他们个人的时间表。其次，我们给每一位经理人一项简单的任务，要像在以下3种情况中运作那样来运作公司：（1）你拥有它100%的权益；（2）它是这个世界上你和家人所拥有的，或者将要拥有的惟一财产；以及（3）你至少在一个世纪内不能出售或者兼并它。作为一种必然结果，我们告诉他们，他们不应当让他们的任何决定受到即使是最轻微的会计因素的影响，我们要求我们的经理考虑什么有价值，而不是如何被认为有价值。

几乎没有哪个上市公司的CEO在相似的授权下运作公司，这主要是因为他们拥有专注于短期前景以及报告盈利的所有者。然而，伯克希尔拥有一种股东基础——而且将在未来的几十年中拥有，这个股东基础有可以在上市公司中发现的最长远的投资眼界。实际上，我们的大部分股份都被那些希望至死仍然持有的投资者持有，我们因此得以要求我们的CEO为最大的长期价值，而不是下一个季度的盈利去管理。我们当然没有忽视公司的现有业绩——大多数情况下，它们非常重要——但是我们永远不会以日益强大的竞争力为代价取得这些业绩。

我相信GEICO的故事证实了伯克希尔方法的益处。查理和我从未教过托尼什么——而且永远不会——但是我们已经创造了一种允许他发挥全部天分应对重大事件的环境。他不必在董事会、媒体采访、投资银行家演示会上或者与金

⊖ 美国棒球明星。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融分析师的交谈中耗费他的时间和精力；而且，他不需要花费一分一秒的时间考虑融资、信用评级或者“华尔街”对每股盈利的预期。由于我们的所有制结构，他知道这种营运框架将会保持几十年。在这种自由的环境中，托尼和他的公司能将其几乎无限的潜力转化为实现成就。

1.4 关闭工厂的焦虑[⊖]

7月份我们决定停止我们的纺织业务，到了年底这项令人不愉快的工作已经大部分完成了。这家公司的历史颇具教育意义。

当巴菲特合伙公司（Buffett Partnership, Ltd.）——一家我曾是主要合伙人的合伙投资公司，在21年前买下伯克希尔·哈撒韦公司的控制权时，它的账面资产净值有2 200万美元，而且全都投在了纺织业务上。但是，这家公司的内在价值要小得多，因为纺织厂的资产不能获得与其会计价值相称的收益。实际上，在过去的9年中（伯克希尔与哈萨维合并后的公司运作时期）总计5亿3千万美元的销售收入已经产生了总计1 000万美元的亏损。我们不时地报告盈利，最终结果却总是进一步，退两步。

在我们收购的时候，人们曾相信南部地区的纺织厂——大部分都没有联合起来——有很强的竞争优势。现在南部地区的大部分纺织厂已经歇业，因此许多人认为我们也该关了我们的纺织厂。

但是，我们认为被我们立即选为总裁的老雇员肯·蔡斯（Ken Chace）可以将这家公司运作得更好。我们100%的正确：肯和他的继任者加里·莫理森（Garry Morrison）都是优秀的经理，每一点都与我们获利更多的公司的经理一样好。

在1967年初，我们用纺织业务产生的现金收购了国民保险公司（National Indemnity Company）而进入保险业。部分资金来自于纺织厂的盈利，部分资金来自于减少对纺织品存货、应收账款以及固定资产的投资。事实证明这种撤退是明智的：尽管肯的管理大大改善了公司的经营状况，但是纺织公司永远不能赚大钱，甚至在周期性的经济回升时期也是如此。

伯克希尔的经营越来越多样化，纺织业务对我们整个收益的负面影响也逐渐减少，因为纺织厂在整个公司中的比重逐步缩小。出于在1978年的年报中

⊖ 1985年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（在其他场合也曾做过总结）说明的原因，我们继续做纺织品生意："（1）我们的纺织厂在其所处的社区中是非常主要的雇主，（2）管理人员在汇报问题时直截了当，在解决问题时劲头十足，（3）在面对普遍问题时，劳方合作顺利，关系融洽，（4）相对于投资，纺织厂应当能产生适量的现金。"我还说，"只要符合这些条件——我们希望如此——我们就会继续支撑我们的纺织品生意，尽管有更吸引人的资金用途。"

结果，我在条件（4）上犯了严重的错误，尽管纺织品生意在1979年还能适当盈利，但从那以后它就一直在消耗大量的资金。到了1985年中，甚至连我都越来越清楚，这种状况几乎肯定还要持续下去。如果我们能够找到买主愿意继续经营纺织业务，我宁愿选择出售而不是关门歇业，即便对我们来说那可能意味着损失更大。然而，对我们来说显而易见的经济状况对别人也一样，所以没有人对此有兴趣。

我不会关闭盈利能力低下，仅能在股份公司回报率的小数点后面添加几笔的公司。但是，我也认为对在将来会没完没了亏损的生意提供资金是不合适的，即使曾是一家盈利超常的公司。亚当·斯密（Adam Smith）㊀不会同意我的第一个论点，卡尔·马克思（Karl Marx）㊁不会同意我的第二个论点；中间路线是惟一让我感到舒服的位置。

我必须再次强调，肯和加里足智多谋，精神饱满而且想像力丰富，一直努力使我们的纺织品生意有利可图。为了达到持续的盈利能力，他们更新了产品线、机器配置和销售布局；我们还进行了一次重要的收购，沃姆贝克纺织厂（Waumbec Mills），希望能够产生重要的协同作用（为解释收购而在商业中广泛应用的术语，除此之外毫无意义）。但最终一无所获，我一定是犯了没有尽早退出的错误。最近一期《商业周刊》（*Business Week*）的文章报道说，1980年以来已经有250家纺织厂关门歇业。他们的所有者不知道任何我也不知道的信息，它们仅仅是处理得更加客观。我忽略了孔德（Comte）㊂的忠告——

㊀ 1723—1790，英国经济学家，他于1776年出版的《国富论》是第一部有关政治经济学的系统论述。——译者注

㊁ 1818—1883，哲学家，共产主义的奠基人。——译者注

㊂ 1798—1857，全名奥古斯特·孔德（Auguste Comte），法国哲学家，以哲学和实证主义的奠基人闻名。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“才智是情感的仆人，而不是情感的奴隶”——而是相信了我宁愿相信的东西。

国内的纺织工业运行于商品经济，在物质过剩的世界市场中竞争。我们遇到的大多数麻烦可以直接地或间接地归因于来自国外的竞争，那些国家工人的工资只及美国最低工资的一小部分。但这并不意味着将关闭工厂归咎于我们的劳动力，实际上，相比美国工业的雇员，总的来说我们工人的工资很低，这已经是整个纺织工业的实际情况。在合同谈判中，工会领导人和工会成员曾对我们毫无优势的成本非常敏感，因此没有要求不切实际地增加工资，或生产没有效率。相反地，他们努力像我们一样保持我们的竞争力，甚至在我们清算期间，他们仍然表现良好。（有讽刺意味的是，如果工会在几年前过分地要求，那么我们的经济状况会更好，因为我们会认识到我们面对的未来暗淡无光，立即关闭工厂，避免未来巨大的损失。）

在过去的几年中，我们可以在纺织业务中投入大笔资金，这本身可以使我们多少降低一些可变成本。每一个建议看起来都会立即奏效，实际上，用标准的投资收益检验来衡量，与将同样的资金投入到高盈利的糖果公司和报业公司中相比，这些建议常常允诺产生更大的经济利益。

但是，从这些纺织投资中允诺的利润是不切实际的。我们的许多竞争者，无论是国内的还是国外的，正在增加这种资金投入，而且一旦有足够多的公司这样做，他们降低的成本就会成为全行业降价的底线。单独来看，每个公司的投资决定都是有成本效益的也是理性的；总体来看，这些决定相互抵消而且没有理性（就像当人人都在看游行时，每个人踮起脚尖都只能多看到一点点）。在每一轮投资后，所有的参与者都在游戏中投了更多的钱，而回报仍然少得可怜。

因此，我们曾面对一个痛苦的抉择：大笔的资本投资可以保证的纺织品生意存活，但那会留给我们在不停增加资本投入基础上的可怜回报；而且，在投资后，国外的竞争者仍然保持劳动成本巨大的、持续的优势。然而，甚至与国内的纺织品生产商相比，拒绝投资会使我们的竞争力不断减弱。我总是认为自己处在伍迪·艾伦（Woody Allen）⊖在一部影片中描述的位置上：“不只是在历史上的其他时候，人类正面对一个十字路口。一条路通向彻底绝望，另一条

⊖ 1935—，美国电影导演、剧作家、演员兼作家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通向完全灭绝。让我们祈祷我们有正确选择的智慧。”

为了弄明白投资还是不投资是如何在商品经济中结束的，看看伯林顿工业公司（Burlington Industries）的例子很有教育意义，伯林顿工业公司是20年前以及现在美国最大的纺织品公司。伯林顿的销售额是12亿美元，而我们的是5 000万美元。它的销售和生产能力是我们永远望尘莫及的，当然其盈利记录也远比我们的好。1964年末，它的股价是60美元；我们的是13美元。

伯林顿决定专注于纺织业务，因此到了1985年，它的销售额达到了约28亿美元。在1964年至1985年期间，这家公司的资本支出大约是30亿美元，远远超出其他任何美国纺织品公司，而且对于60美元的股价来说，每股超出了200美元。我确信大部分的资本支出都用来降低成本和扩大业务，既然伯林顿的基本信条是呆在纺织业里，我还可以确信公司的资本投资决策是相当理性的。

但是，按实际美元计算的伯林顿的销售额已经下降，而且它现在的销售回报和净资产回报也远比20年前的低。经过1965年的2：1拆股后，它目前的股价是34美元——按拆股前的价格计，仅比1964年的60美元略高一些。与此同时，消费者价格指数（Consumer Price Index，“CPI”）涨了2倍多。因此，每股大约仅有1964年底1/3的购买力。尽管公司经常分红，但红利的购买力也已经大大缩水。

这种对股东来说毁灭性的结局说明大量的脑力和精力在错误的前提下会出现什么结果。这种情况使人联想到了塞缪尔·约翰逊（Samuel Johnson）㊀的马：“一匹能数到10的马是杰出的马——但不是杰出的数学家。”类似地，一家能在行业内有效分配资产的纺织品公司是杰出的纺织品公司——但不是杰出的公司。

从我自己的经验和对其他公司的观察中，我得出结论，良好的管理记录（以经济回报衡量）与其说是因为你多有效率，倒不如说是因为你上了哪条船（尽管无论是在好的公司或不好的公司中，智力和努力都有很大帮助）。如果你发现自己在一艘长期漏水的船上，那么造一艘新船要比补漏洞有效得多。

1.5 基于所有者的公司捐赠方法㊁

最近一份调查报告说，大约有50%的美国大公司由董事进行慈善捐赠（有时是以3：1的比例）。实际上，这些所有者的代表将资金捐赠给了自己喜欢的

㊀ 1709—1784，英国评论家、传记作家、散文家兼诗人。——译者注

㊁ 短线分隔成的部分分别写于1987年；1981年（1988年重印）；1981年；1990～1993年；1993年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慈善事业，而从未与所有者商量过他们的慈善偏好。（我感到纳闷，如果这个过程是反过来的，而且股东可以为自己喜欢的慈善事业花董事的钱，那他们是什么感觉。）如果A从B那里拿钱给C，而且A是立法者，那么这个过程就称为纳税；但是，如果A是股份公司的官员和董事，这个过程就称为慈善事业。除了那些明显对公司有利的捐赠以外，我们仍然认为它应当反映所有者的慈善偏好，而不是公司官员和董事的。

………… • • • …………

1981年9月30日，伯克希尔收到美国财政部（U.S. Treasury Department）的纳税规定，这项规定在大多数年份里能对你们的捐赠选择产生很大的好处。

每个伯克希尔的股东——在与其拥有的伯克希尔股票数量成比例的基础上——能够指定我们公司的慈善捐赠对象。股东报出受益人的名字；伯克希尔来签支票。这项纳税规定说，股东进行的这种捐赠指定不必缴纳个人所得税。

因此，我们的所有者如今可以行使一种在股份分散的公司里只有经理才能行使的特权，尽管这种特权通常由股份集中的公司的所有者行使。

在一家股份分散的公司里，管理层通常以两种主要的类型安排所有慈善捐款，而根本不必听取股东的意见：

(1) 使公司直接受到大致与捐赠成本相称的利益的捐款；

(2) 通过各种难以衡量的、滞后的反馈结果使公司间接收益的捐款。

在过去及将来，我同其他伯克希尔的管理层都会按第一种类型安排所有的慈善捐款。但是，按这种类型进行捐款的总额相当低，而且将来也会保持在很低的水平，因为许多捐款都不能对伯克希尔产生大体相称的直接利益。

伯克希尔根本没有第二种类型的慈善捐款，因为我不适应大多数公司的做法，而且也没有找到更好的办法替代。对于普通公司的惯例，使我感到困惑的是，捐赠更多地取决于是谁在申请援助以及同行会如何反应，而不是对受赠人活动的客观评价。习俗常常可以压倒理性。

这样做的常见结果是，用股东的钱满足公司经理的捐赠意向，而这个经理通常受到特殊社会压力的巨大影响。这常常还会产生一种额外的不一致；许多公司经理对政府分配纳税人的钱横加指责，但对自己分配股东的钱大加赞赏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对伯克希尔来说，一种不同的模式看起来更合理。就像我不会让你为你选择的慈善捐赠在我的银行账户上开支票来满足你的个人判断，我认为，为我选择的慈善捐赠在你的公司“银行账户”上开支票是不合适的。你的慈善倾向与我的几乎一样，因此对于你我来说，用多少资金以减税的方式进行慈善捐赠主要取决于公司而不是我们自己。

在这种环境下，我认为伯克希尔应当更多地效仿不公开募股的公司，而不是大型的上市公司。如果你和我各拥有一家公司的50%，那么我们的慈善捐赠决策就会非常简单，与公司业务直接相关的慈善事业将首先获得我们的慈善资金，与“业务相关”的捐赠之后剩余的钱，将大致按我们所有权的大小，分配到我们感兴趣的各种慈善事业中。如果我们的公司经理有什么建议，我们会认真听取——但最后的决定是我们的。尽管我们公司的形式不同，但在这个方面我们很可能会像一家合伙公司那样操作。

尽管我们通过一家大型的，股份相当分散的公司进行慈善捐赠，但只要可行，我相信保持这种合伙制观念的作用。财政部的规则允许这个领域的合伙制式的行为。

我很高兴，伯克希尔的慈善捐赠能以所有者为主导。这颇具讽刺意味，但又可以理解，越来越多的大公司的慈善政策是按照雇员的要求进行捐款（而且——对这一点你可要挺住——许多公司甚至按董事的要求捐款），但据我所知，没有一家公司计划按所有者的要求进行慈善捐赠。我说“可以理解”是因为，仅有短期投资目标以及缺乏长期所有者的洞察力的机构“转来转去”地拥有许多大型公司的大部分股票。

我们自己的股东是另一种类型。每年末，大约98%的股票是被在每年初即是股东的人持有。这种对公司的长期支持反映出一种所有者的心态，作为你们的经理，我要通过各种可行的途径对你们表示感谢。这种指定捐赠的政策就是例子。

••••••••••• ● ● ● •••••••••••

我们使股东指定公司慈善捐赠受赠人的新计划受到了异常热烈的反应。在有资格参与的932 206股中（我们股东记录中实际出现的所有者名下的股票），有95.6%的股份做出回应。甚至在剔除与巴菲特有关的股票后，回应率仍高达90%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，3%以上的股东主动写信或便条，完全赞同这个计划。参与和评论的水平超出了我们见过的任何股东响应——甚至是那些公司职员和佣金高的专业代理组织的深入请求之下的响应，相比之下，你们特别的响应水平甚至是在没有伯克希尔的回复信封的暗示下发生的。这种自我驱动的行为是对整个计划的赞扬，也是对我们股东的赞扬。

很明显，我们公司的所有者喜欢不但拥有而且可以行使把他们的钱捐向何处的决定权。“父亲知道得最多”的公司治理学校会惊奇地发现，我们的股东中没有哪位会寄出印有伯克希尔官员对与股东的股份相应的捐赠决定——当然是以他们超人的智慧——的指令的指定表格。也没有人会建议，把他在我们的赠款中属于他的那部分用来满足由我们公司的董事做出的，对董事挑选的慈善团体进行的捐赠（在许多大公司中，这是一项流行的，不断扩散的，不公开的政策）。

总计有1 783 655美元由股东指定的捐款被分派到675个慈善项目中。此外，伯克希尔及其子公司将继续按业务经理的本地化决定进行某些捐款。

会有一些年份，也许2/10，也许3/10，此时伯克希尔的捐款会产生低于标准的减税——或者根本没有，这种情况下，我们不会完成股东指定的慈善捐赠计划。而在另一些年份里，我们希望大约在10月10日左右通知你能够指定的每股捐款额，回复表会附在通知里，而且你将有大约3周的时间指定你的捐款。

这个指定捐赠的主意，与其他许多已经为我们带来众多好处的主意一样，都是由查理·芒格——伯克希尔的副董事长——想出来的。不管头衔如何，查理和我在管理所有控股公司时像合伙人一样工作。我们作为经营合伙人享受我们的工作几乎达到了“罪孽深重”的程度，而且，我们喜欢让你们作为我们的财务合伙人。

············ ● ● ● ············

除了由伯克希尔做出的由股东指定的捐赠以外，各公司的经理们也进行捐赠，包括商品，每年平均在150万~250万美元之间。这些捐赠支持了当地的慈善团体，如联合劝募协会（The United Way），而且大致对我们的各个公司产生了相称的利益。

然而，我们的营运经理和母公司的官员都不会在他们本人作为股东所做的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

捐赠之外，把伯克希尔的资金捐给宏大的国家计划或对他们个人有特殊利益的慈善活动。如果你们的雇员，包括你们的CEO，希望给他们仍然眷恋的母校或其他机构捐款，那么我们相信他们应该用自己的钱，而不是股东的钱。

………… ● ● ● …………

让我加上一句，我们的计划易于管理。去年秋天，有两个月我们从国民保险公司借来一个人，帮助我们贯彻我们7 500名注册股东下达的指令。实际上，我们整个公司的通常开支比我们慈善捐赠总额的一半还少。（但是，查理坚持要我告诉你们，我们490万美元的通常开支中有140万美元用于公司的喷气式公务机。这是不可原谅的。）⊖

⊖ 以下节选自1986年的信：

去年我们购买了一架喷气式公务机。你们听到的有关这种飞机的传闻都是真的：它很贵，而且在我们这种很少去偏远地区旅行的情况下是一种奢侈。而且，飞机不仅使公司开销很大，而且仅仅看看它的开销也很大。对于一架1 500万美元的飞机来说，每年的税前开支，资金成本加上折旧费用很可能达300万美元。对于我们的飞机—用85万美元购买的二手飞机——来说，这些成本每年近20万美元。

认识到这些数值，不幸的是你们的董事长过去已经在喷气式公务机上有一些相当无节制的记录。相应地，在我们购买飞机前，我被迫进入了我的伽利略（Galileo）模式，我迅速经历了必要的“反对新发现的状态”，因此现在的旅行已经比过去更加简单——而且更加昂贵。伯克希尔买这架飞机是否物有所值是一个公开的问题，但是我将努力获得某种我能够（无论多么可疑）归因于这架飞机的业务成就。我害怕本·富兰克林（Ben Franklin）看到我的开销数额。他曾说：“做一个有理性的家伙是多么方便的事，因为它使一个人能为其打定主意要做的事找到或制造一个理由。”

以下节选自1989年的信：

去年夏天，我们卖掉了3年前以85万美元买进的喷气式公务机，并用670万美元购买了另一架二手喷气式飞机。注意到卡尔·塞根关于阻止细菌指数增长的障碍的风趣话题——见后面的结束语，不难理解一些读者将会惊慌失措：如果我们的资产净值继续按目前的速率上升，而且置换飞机的成本也按目前100%的年复利率上升，那么用不了多久，伯克希尔的所有净资产都将被它的喷气式公务机耗尽。

当我把喷气式飞机等同于细菌时，查理并不喜欢，他认为这个比方把飞机降级为细菌。他对豪华旅行的概念是乘坐一辆空调巴士，而且只有在票价便宜时才肯上车。我本人对喷气式飞机的态度可以用圣·奥古斯丁（St. Augustine，354—430，基督教哲学家，最伟大的拉丁教父。——译者注）在考虑摒弃世俗的享乐生活成为一名牧师时做的祷告（我相信这不足为信）来概括，在与理智和情感的冲突做斗争时，他恳求道：“上帝啊，让我变得纯洁吧——但不是现在。”

为飞机命名可不简单。我最初提议命名为“查理·芒格号”，查理则用“畸变号”回应，最后我们选择了“不可原谅号”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面的清单是我们的股东指定他们捐款用途的几大类。

(a) 347个基督教堂和犹太教堂收到569笔捐款

(b) 238所学院和大学收到670笔捐款

(c) 244所K-12学校（大约有2/3是非教会学校，1/3是教会学校）收到525笔捐款

(d) 288家专注于艺术、文化和人文科学的研究机构收到 447笔捐款

(e) 180家宗教社会服务组织（大致按基督教和犹太教等分）收到 411笔捐款

(f) 445家非宗教的社会服务组织（大约40%与青年有关）收到759笔捐款

(g) 153家医院收到261笔捐款

(h) 186家与健康有关的组织（美国心脏协会（American Heart Association）、美国癌症协会（American Cancer Society）等等）收到320笔捐款

这份清单中有3件事尤其引起我的兴趣。首先，它在某种程度上说明当人们在自愿的基础上，在没有募捐者的压力下，或在没有慈善事业的感召下，会选择什么捐款对象。其次，上市公司的捐款计划几乎从不允许向基督教堂和犹太教堂捐款，但很明显这些机构是许多股东愿意资助的。其三，我们股东的捐款显示出相互冲突的人生哲学：130笔捐款给了信奉使妇女可以方便地流产的组织，而30笔捐款指定给了不允许或反对流产的组织（除了基督教堂以外）。

去年我曾告诉你们，我正在考虑增加伯克希尔的股东在我们指定捐款计划下的捐款额度，并且要听取你们的意见。我们曾收到一些写得很好的回信反对整个计划，理由是我们的工作是运作公司，而不是强迫股东捐善款。但是，大多数相应的股东注意到了这个计划的赋税效能，极力主张我们增加指定的捐款额度。几位已经把股票留给了子女或孙子孙女的股东曾对我说，他们认为这项计划是一条非常好的途径，使年轻人在小时候就考虑到捐款的问题。换言之，这些人将整个计划看做是一种教育的，也是一种慈善的手段。结果，我们确实在1993年将额度从每股8美元增至10美元。⊖

⊖ 每年的信都要说明有资格参与股东指定捐赠计划的股票的大致百分比，捐款的总额，以及受助人的数量。自1988年以来，有资格参与的股票的百分比总是超过95%，而且平均处于97%以上；捐款总额从1988年的500万美元稳步上升至1996年的1 330万美元，这期间平均每年是840万美元；而且受到捐赠的慈善组织的数量从1988年的2 319家增至1998年的3 910家，这期间平均每年是3 000家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.6 酬报主管人员的原则[⊖]

如果资本回报平平，那么投得多赚得多的记录并不是辉煌的管理成就。你们在摇椅上营运时，也能获得相同的结果。把你存在储蓄账户中的钱增加3倍，那么你的收益也增加3倍。你几乎不可能指望因这种特殊的成就听到赞美诗（Hosannas）[⊜]。然而，退休宣告常常会歌颂那些，比如说，在在任期间将他们的小机械公司的收益提高3倍的CEO——但没有人核查过，这种收益是否仅仅归因于多年的留存收益以及复利所起的作用。

如果在整个任期内，这家小机械公司一直获得超常的资本回报，或是如果在CEO的就任期间运用的资本仅仅增加了1倍，那么对他们的称赞才有所值。但是，如果资本回报平淡无奇，而且使用的资本与收益同步增长，喝彩就应停止。一个可以把利息再投资的储蓄账户，可以同样取得收益的年复一年的增长——而且，只要有8%的复利，账户的年收益就可在18年中增长3倍。

这种简单数学的作用常常被那些伤害到股东的公司忽略。许多公司的酬报计划将仅由或是大部分由留存收益——从所有者那里扣留的收益——产生的收益增长慷慨地奖励它们的经理。例如，那些股利只占很小一部分收益的公司，常常例行公事地授予经理10年期固定价格的股票期权。

举一个例子说明在这种条件下的不平等待遇吧。让我们假设你有一个年利率为8%的100 000美元的储蓄账户，而这个账户由一个可以决定每年你的利息中的多大部分用现金支付的受托人“管理”，不能派发的利息将成为存入储蓄账户继续产生复利的“留存收益”。而且，让我们再假设你的受托人以他超人的智慧设定年收益的“派发比”是1/4。

在这些假设之下，10年后你的账户就将价值179 084美元。此外，在权威人士的安排之下，你的年收益将从8 000美元增加70%至13 515美元，而且，最终，你的“红利”也将同比例地增加——有规律地从第1年的2 000美元增加到第10年的3 378美元。每一年，当你的经理的公共关系公司准备他给你的年报时，所有的走势图都将有直冲云霄的趋势线。

⊖ 短线分隔成的部分分别写于1985年，1994年，1991年。
⊜ （宗）赞美上帝之语。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，仅仅是开个玩笑，让我们把情节再推进一层，并按你的企业（也就是你的储蓄账户）在第1年的面值，给予你的受托经理代表你企业一部分的一种10年期的固定价格期权。有了这种期权，你的经理就可以由你付钱——正好取自你的大部分收益——而收获一大笔利润。如果你的经理不仅是马基雅维利式的（Machiavellian）⊖，还有点像个数学家，那么一旦他有了牢固的地位，可能还会缩减派发比。

这个例子并不像你想的那么牵强。在公司中，许多股票期权恰好就是这个样子：它们的价值提高仅仅是因为管理人员留存了收益，而非管理人员有效运用了手中的资产。

经理们实际上对期权采取双重标准。撇开认股权证（它给发行它们的公司即刻的和巨大的补偿）不谈，在公司中没有什么代表全部或部分企业的10年期固定价格期权是能够给予外人的，我相信这么说是公平的。实际上，10个月已经是极限了。对于经理来说，授予一种基于资产不断增加的企业的长期期权尤为不可思议。任何要求给这种期权作保的外人，要在期权的有效期内为增加的资产全额付款。

但是，经理们不愿意对外人这样做与他们不愿意对自己这样做是不相称的。（与自己协商很少导致酒吧间里的争吵。）经理们经常为他们自己设计10年期的固定价格的期权，而且，第一，首先要完全忽略留存收益自动产生价值的事实，以及第二，忽略资产的置存成本。结果，这些经理终于可以在像那种自动增加价值的储蓄账户的期权上获得收益那样产生利润。

当然，股票期权常常授予那些天资聪颖，身价不断提高的经理们，而且有时给他们极其合理的报偿。（实际上，真正杰出的经理得到的报偿几乎总是比他们应该得到的少得多。）但是，如果结果达到要求，那么就是个意外。一旦授予，期权就与个人的表现毫不相关，因为，期权是不可撤销的而且是无条件的（只要经理还呆在公司内），懒汉从他们的股票期权中获得的报偿与明星们

⊖ 尼克罗·马基雅维利（Niccolo Machiavelli），1469—1527，意大利政治思想家，历史学家，作家，主张君主专制，认为为达目的可以不择手段（即“马基雅维利主义”），著有《君主论》。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的完全一样。准备瞌睡上10年的瑞普·凡·温克尔（Rip Van Winkle）[⊖]式的管理人员不会期望得到一种更好的“激励”机制。

（我必须评论一下给“外人”的长期期权：它授予美国政府克莱斯勒公司（Chrylser）的股票，作为对政府担保某些救命贷款的部分条件。当这些期权给政府带来丰厚的收入时，克莱斯勒曾试图修改支付方式，认为对政府的报偿不仅大大超过预定的数额，而且与它对克莱斯勒起死回生做出的贡献极不相称。公司对支付与表现之间的不平衡的苦恼曾是国内新闻，这种苦恼很可能是独一无二，据我所知，没有哪个经理——在任何地方的经理——因为授予他们自己或者他们同事的期权产生的不必要的支付而受到冒犯。）

有讽刺意味的是，修辞常常将期权描绘成合乎需要的东西，因为它们使经理和所有者坐在了同一条财务之船上。事实上，这些船大不相同。没有哪个所有者避开过资金成本的负担，但是，固定价格期权的持有者根本没有负担任何资金成本；一个所有者必须权衡上涨的潜力与下跌的风险，而期权所有者没有任何下跌的风险。实际上，你们希望有期权的企业规划是一种你们会拒绝所有权的项目。（我将会很高兴收到彩票作为礼物——但我永远不会买一张彩票。）

在分红政策中也是如此，期权所有者可能得到由一种可能会对所有者恶意服务的政策带来的最佳的收益。回头想想储蓄账户的例子，持有期权的受托人将受益于一种没有红利的政策；相反地，账户的所有者应当倾向于完全派发红利，这样他就可以防止持有期权的经理分享账户的递延收益。[⊜]

尽管有缺点，期权在某些条件下仍可能非常合理。我的批评只与不加区别地使用它们有关，而且，在这个联系中我想强调三点：

第一，股票期权必然应与公司的总体表现挂钩。因此，逻辑上它们只能授予那些负有全部责任的经理们。部分负责的经理们应当有与他们的成果相关的激励机制。击球率达0.35[⊜]的击球手希望，也值得，因他们的表现获得丰厚的报偿——即使他们为一支条件很差的球队打球；而击球率是0.15的击球手应当

⊖ 美国小说家华盛顿·欧文（Washington Irving，1783~1859）同名小说中的主人公，曾沉睡过很长时间（几百年）。——译者注

⊜ 见3.3节的红利政策。

⊜ 击球率（Batting Average）是衡量击球手能力的标准之一，它是好球数与击球数的比值。0.150的击球率相对较差；而0.35的击球率则相当好。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得不到任何奖赏——即使他们为一只获得奖旗的球队打球。只有那些对球队负有全部责任的击球手，才应当将给他们的奖赏与球队的成果挂钩。

第二，期权应当精心设计。除了特殊因素之外，它们应当把递延收益因素或者置存成本因素嵌入其中。同样重要的是，他们应当现实地定价。当经理们面对其他公司的报价时，他们可以准确无误地指出不切实际的市场价格怎样才能作为一种实际价值的指标。然而，为什么这些同样被压低的价格，就可以作为经理出售企业中的一部分给自己时的估价？（他们可能走得更远：公司的官员和董事们有时参考税则，决定他们实际上可以出售部分企业给内部人员时的最低价格。当他们出售时，常常会选择对公司产生最坏的纳税结果的方案。）除了极特殊的情形，所有者不可能从以便宜的价格出售他们企业的一部分中受益——无论是卖给外人还是卖给内部人员。结论是显而易见的：期权应当按真正的企业价值定价。

第三，我要强调的是，一些我极为敬佩的经理们——他们的营运记录比我的好得多——不同意我对固定价格期权的看法。他们已经建立了行之有效的公司文化，而且固定价格期权已经成为一种帮助他们的工具，通过他们的领导和榜样作用，还有期权作为激励，他们已经教会他们的同事像所有者那样思考。这种文化极为少见，而且一旦存在应当被完整保留——尽管有可能滋扰期权计划的低效率和不平等。“没有坏，就不要修”比“任何价格纯度”更可取。

但是，在伯克希尔，我们使用一种奖励那些可以在自己的职责范围内达到目标的主要经理们的激励—补偿机制。即使See’s表现出众，也不会在《布法罗新闻报》产生激励补偿——反过来也一样。我们也不会在开奖金支票的时候盯着伯克希尔的股价，我们相信好的表现应当得到奖赏，不管伯克希尔的股票市价是涨是跌，还是横盘。相似地，我们认为一般的表现应当得不到任何特殊的奖赏，即使我们的股票飚升。而且，“表现”根据企业的内在经济状况有不同的定义：在一些企业中，我们的经理们享受着他人创造的顺风，而在另一些企业中，他们与无法避免的逆风搏斗。

伴随这种机制的奖赏可能十分巨大。在我们的各种企业中，顶尖的经理们有时会收到5倍于他们基本工资的甚至更多的激励奖金，因此在1986年有可能出现一位经理的奖金高达200万美元的情况。（我希望如此。）我们没有给奖金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戴上帽子，而且奖赏的潜力也没有划分等级。规模较小企业的经理可以比规模较大企业的经理挣得更多，如果业绩表明他应当得到奖赏。此外，我们相信资历和年龄这样的因素不应当影响激励补偿（尽管它们有时影响基本的补偿）。一位20岁的可以打出0.300击球率的击球手，对我们来说与一位表现同样优秀的40岁击球手有同样的价值。

很明显，所有伯克希尔的经理都可以用他们的奖金（或其他资金，包括借款）在市场上买入我们的股票，许多经理已经这样做了——因此有些人现在巨额持股。通过接受直接购股带来的风险和储存成本，经理们真正像所有者那样对待公司。

………… ● ● ● …………

在伯克希尔，我们力图像合理地对待资产配置那样对待报酬。例如，我们根据思考特·费泽公司（Scott Fetzer）的业绩而不是伯克希尔的业绩给拉尔夫·舒伊（Ralph Schey）支付报酬。既然他仅对一个公司的经营负责，那么什么更合理？与伯克希尔的财产绑在一起的现金奖励或者股票期权可能会给拉尔夫提供完全不确定的奖赏。例如，他正在思考特·费泽打本垒打时，查理和我却在伯克希尔打电话告诉他错了，因此一再使他的努力付诸东流。相反，如果伯克希尔的其他子公司业绩出色，而思考特·费泽落在了队伍后面，那为什么要给拉尔夫大笔的期权利润或者奖金呢？

在确定报酬时，我们希望给出大胡萝卜的承诺，但要保证它们的支付与经理掌控部门的业绩直接挂钩。如果在一个营运部门中投入的资本很大，那么我们不仅要为经理们使用的增量资本收取费用，而且还要给他们释放的资本同样高的利率。

这种金钱不免费法的成效在思考特·费泽绝对显而易见。如果拉尔夫能够以高回报使用增量资本，这个方法就会报偿他；如果增量资本产生的收益超越了费用障碍，他的奖金就会增加。但是，我的奖金计算是对称的：如果增量投资产生了低于标准的收益，那么这种亏空对拉尔夫如同对伯克希尔一样代价高昂。这种双向安排的结果是，它报偿拉尔夫——酬金很高——或者把任何他不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能在企业中有效使用的现金汇到奥马哈（Omaha）。

在上市公司采用几乎每一种将管理者的利益和股东的利益相结合的报酬计划已经变得非常时髦。在我们的字典里，结合意味着在两个方向上都是合伙人，而不仅仅是在上层。许多“结合”计划通不过这项基本测试，它们是“正面我赢，反面你输”的精明形式。

一个常见的不匹配形式出现在典型的股票期权的安排中，这种安排不能周期性地提高期权的价格，以补偿留存收益正在构筑公司财富的事实。实际上，10年期期权、低分红以及复利合在一起，能够给一位在工作中不努力的经理丰厚的收益。一个愤世嫉俗的人甚至会注意到，如果留存给所有者的收益，那么手中拿着期权的经理们的利润就会增加。我不得不又在一份要求股东批准期权计划的代理声明中，清楚地说明了这个要害。

我必须提到我们对拉尔夫·舒伊的报酬计划仅用了约5分钟就完成了，并在我们收购思考特·费泽后立即生效，而且没有任何律师或报酬顾问的帮助。这个计划包含了一些非常简单的概念——而不是那些顾问所喜欢的术语，这些人不会轻易寄出一张大账单，除非他们证实你有大问题（当然还有需要年度复审的问题）。我们与拉尔夫的协定一直没有改变，1986年，这个协定对他对我生效，现在也是如此。我们与其他企业经理的报酬计划也同样简单，尽管每项协议的条款有所不同，以适应各个公司的经济特点，以适应某些经理拥有公司部分所有权的现状，等等。

在任何情况下，我们都追求理性。与经理的个人业绩无关的，变幻莫测的报酬支付方法很可能会受到某些经理的欢迎。毕竟，谁会拒绝免费的彩票呢？但这种安排对公司来说是铺张浪费，而且会使经理不能把注意力集中在他真正应该关心的事情上。此外，母公司无理性的行为很可能会纵容子公司效仿。

在伯克希尔，只有查理和我对整个公司负管理责任，因此，我们在逻辑上是惟一应该按企业总体的经营业绩得到报偿的当事人。即使如此，那也不是一种我们渴望的补偿方法。我们已经仔细设计了公司以及我们的工作，这样我们就可以与我们喜欢的人一起做我们乐意做的事。同样重要的是，我们也被迫完成一些单调乏味或者令人讨厌的任务。

实际上，如果查理和我根本就没有拿工资，那么我们会对自己的轻松工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感到高兴。本质上，我们赞同罗纳德·里根（Ronald Reagan）⊖的信条："繁重的工作或许从未压垮过谁，但我知道为什么要抓住机会。"

………… ● ● ● …………

1991年，我们曾进行了一次大规模的收购——H. H. 布朗鞋业公司（H. H. Brown Shoe Co.）——北美主要的工作鞋和工作靴制造商，历史上它的销售利润率和资产收益率异乎寻常地高。鞋业是一个棘手的行业——美国每年要卖出几十亿双鞋，其中有80%是进口的——因此这个行业的大多数生产商表现不佳。生产者提供的大范围的款式和尺码使存货积压严重；大部分资产都是应收账款。

H. H. 布朗鞋业公司的突出特点是，它是我所见过的具有最奇特的支薪方法的公司之一，这种方法使我心动：主要经理的年薪是7 800美元，外加公司利润扣除资本费用后的一定比例的数额。因此，这些经理真正处在所有者的位置上。相比之下，大部分经理嘴上说一套，行动上做一套，选择奖励多而惩罚少的（以及对待产权资本几乎不变的，就像是免费的）支薪方法。这种安排至少在布朗鞋业为公司及其经理都带来了巨大的好处，这并不奇怪：渴望充分发挥能力的经理常常有足够的能力去发挥。

⊖ 1911—，美国第40届总统，1981—1989年在任。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章

公司财务与投资

1973年中期，我们以不到每股企业价值1/4的价格，买下我们在《华盛顿邮报》(Washington Post Company，WPC)的所有股份。计算价格/价值比率不需要特殊的洞察力，大多数证券分析师、媒体经纪人和媒体主管人员本该像我们一样估计WPC的企业内在价值是4亿至5亿美元，而且每天人人都能在报上看到它1亿美元的股票市场估价。我们的优势多多少少源自我们的态度：我们已经从本·格雷厄姆（Ben Graham）那里学到，成功投资的关键是在一家好企业的市场价格比固有的企业价值大打折扣时买入其股份。

另一方面，在20世纪70年代早期，大多数机构投资者在决定以什么价格买卖时认为企业价值的关系不大。现在看来这令人难以置信。但是，当时的机构投资者中了名牌商学院学术理论的魔法，这些学院鼓吹一种新潮理论：股票市场很有效率，因此计算企业价值——甚至企业价值本身——在投资活动中无足轻重。(我们深受这些学术理论的恩惠：在智力竞赛中——无论是桥牌、国际象棋或是选股——遇上认为思考是在浪费精力的对手，有什么能比这更有优势的呢？）[⊖]

⊖ 1985年的引文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.1 市场先生[⊖]

每当查理和我为伯克希尔的保险公司购买普通股的时候（不考虑下一章中讨论的杠杆收购），我们像购买一家私营企业那样着手整个交易。我们着眼于企业的经济前景，负责运作的人，以及我们必须支付的价格，我们从不考虑出售的时间或价格。实际上，我们愿意无限期地持有一只股票，只要我们认为这家企业能够以合意的速率提高内在价值。在投资的时候，我们把自己看成是企业分析师——而不是市场分析师，也不是宏观经济分析师，更不是证券分析师。

我们的方法使交易活跃的市场更有效率，因为它周期性地展现给我们令人垂涎的机会。但市场绝非是必需的：我们持有的证券长期没有交易，至多同世界百科全书（World Book）和范奇海默兄弟公司（Fechheimer Brothers Co.）缺乏每日报价一样，不会使我们坐立不安。最终，我们的经济命运将取决于我们拥有的企业的经济命运，无论我们的所有权是部分的还是全部的。

很久以前，我的朋友和老师本·格雷厄姆曾描述过对市场波动的心态，我认为这对于投资成功来说教义颇深。他说，你必须想像市场报价来自于一位特别乐于助人的名叫市场先生（Mr. Market）的朋友，他是你私人企业的合伙人。市场先生每天都会出现，报出一个他既会买入你的股权也会卖给你他的股权的价格，从未失灵。

即使你们拥有的企业可能有非常稳定的经济特性，市场先生的报价也不会稳定，悲观地说，因为这个可怜的家伙有易动感情的不治之症。有些时候，他心情愉快，因此只能看到影响企业的有利因素，有这种心境时，他会报出非常高的买卖价格，因为他害怕你会盯上他的股权，抢劫他即将获得的利润。在另一些时候，他情绪低落，因此只能看到企业和世界的前途荆棘密布，在这种时候，他会报出非常低的价格，因为他害怕你会将你的股权脱手给他。

市场先生还有另一个可爱的特征：他从不介意无人理会。如果今天他的报价不能引起你的兴趣，那么明天他会再来一个新的，交易严格按照你的选择。在这些情况下，他的行为越狂躁抑郁，对你越有利。

⊖ 短线分隔成的部分：1987年，1997年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，就像舞会上的灰姑娘（Cinderella），你必须留意一个警告，否则一切都会变回到南瓜和老鼠：市场先生会在那里服侍你，但不会指导你。你会发现是他的钱袋而不是他的智慧用处更大。如果某一天他表现得愚蠢至极，那么你可以随意忽略他或利用他，但如果你受到他的影响，那就会大难临头。实际上，如果你不能确定你远比市场先生更了解而且更能估价你的企业，那么你就不能参加这场游戏，就像他们在打牌时说的那样，“如果你不能玩上30分钟，而且不知道谁是替死鬼，那么你就是替死鬼。”

本章的市场先生寓言在今天的投资世界里看起来可能已经过时，在这个世界中大多数专业人士和学术人士都在谈论有效的市场、动态套期保值和β值。他们对这些事的兴趣令人费解，因为裹着神秘面纱的投资技巧显然对投资建议的提供者有利。毕竟，仅凭建议“吃两片阿斯匹林”，庸医就攫取了什么样的名声和财富？

对于听取投资建议的消费者来说，市场秘籍的价值是另一回事。在我看来，晦涩难懂的公式、计算机程序或者股票和市场的价格行为闪现出的信号，不会导致投资成功。相反，通过把良好的企业判断，与将他的思想和行为同旋绕在市场中的极易传染的情绪隔绝开来的能力相结合，一个投资者却可以取得成功。在我自己保持隔绝的努力中，我发现将本的市场先生概念牢记在心作用极大。

遵循本的教诲，查理和我让我们的可交易权益通过它们的运作结果——而不是它们每天的，甚至是每年的报价——来告诉我们投资是否成功。市场可能会在一段时间内忽视企业的成功，但最终会加以肯定。就像本说的那样：“在短期内，市场是一台投票机，但在长期内，它是一台称重机。”此外，只要公司的内在价值以合意的速率增长，那么企业成功被认知的速度就不那么重要。实际上，滞后的认知有可能是一种有利因素：它可以给我们机会，以便宜的价格买到更多的好东西。

当然，有时市场可能会判断一家企业比实际情况表明的更有价值。在这种情况下，我们会卖出我们的股票，而且，有时我们会卖出一些估价得当，甚至被低估的证券，因为我们需要资金用于价值被低估得多的投资，或者我们相信我们更了解的投资。

然而，我们需要强调，我们不会仅仅因为股价已经增值，或因为我们已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有了很长时间而卖掉它们。（在华尔街的格言中，最愚蠢的一条可能是“你不可能在赚钱的时候破产。”）只要企业未来的产权资本收益令人满意，管理人员有能力而又诚实，而且市场没有高估企业的价值，我们就甘愿无限期地持有任何证券。

但是，我们的保险公司拥有3只我们不会出售的可交易的普通股，即使它们在市场中的价格高得离谱。实际上，我们认为这些投资就像我们成功的受控企业——伯克希尔永远的一部分，而不是一旦市场先生给我们开了一个足够高的价格就可以卖掉的商品。对此，我要加上一个条件：这些股票由我们的保险公司持有，因此如果绝对必要，我们会卖出部分股票，支付异常的保险损失。但是，我们会尽力避免抛售。

查理和我共同做出买入并持有的决定，显然涉及个人的和财政上的混合考虑。对一些人来说，我们的立场看起来极为古怪。（查理和我一直听从大卫·奥格威的建议：“在你年轻的时候发展你的怪癖。这样，当你变老时，人们才不会认为你在逐渐老朽。”）当然，在最近几年注重交易的华尔街上，我们的立场肯定非常古怪：对那里的许多人来说，公司和股票仅被看作是用来交易的原料。

但是，我们的态度适合我们的个性以及我们想要的生活方式。丘吉尔曾说过，“你塑造你的房子，然后它们塑造你。”我们知道我们希望被塑造的方式。为了这个原因，我们宁愿与我们非常喜欢和敬重的人联手获得回报，也不愿意与那些令人乏味或讨厌的人进行交易而实现110%的回报。

………… ● ● ● …………

一个小测试：如果你打算终身吃汉堡包却又不养牛，那么你希望牛肉价格更高呢还是更低？相似地，如果你要经常买车而又不生产车，那么你宁愿车价更高呢还是更低？显然，问题自己作出了回答。

但现在进入最后的测验：如果你预计在今后5年中成为一个纯粹的储蓄户，那么你应该指望股票市场在那个时期更高呢还是更低？许多投资者都搞错了这件事。尽管他们将在即将到来的几年中成为股票的纯粹买家，他们仍在股价上扬的时候兴高采烈，而在股价下跌的时候愁眉苦脸，结果，他们因为很快要购买的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“汉堡包”的价格上涨而喜悦。这种反应毫无意义，只有那些在近期会成为股权卖家的人，才乐于看到股票上涨，潜在的购买者应当更喜欢不断下降的价格。

对于不指望卖出的伯克希尔股票持有人来说，这种选择更加明了。首先，我们的所有者正在自动储蓄，即使他们花掉了所挣的每个分币，伯克希尔通过留存全部收益，其后再使用这些存款购买公司和证券，来为他们“攒钱”。很清楚，我们买得越便宜，我们的所有者的间接储蓄计划就更赚钱。

此外，通过伯克希尔，你们在那些一直回购自己股票的公司中拥有了重要的位置。这些计划提供给我们的益处随价格的下跌而增加：当股票价格低迷时，被投资者在回购上所花的资金，相比股价上扬时，更多地增加了我们在该公司的所有权。例如，过去几年中可口可乐、《华盛顿邮报》以及富国银行在很低的价位所作的回购，与在今天以高昂的价格回购相比，使伯克希尔获益更多。

既然在每年末，几乎所有的伯克希尔股票被那些在年初就拥有它们的相同投资者持有，因此伯克希尔的股票持有人是储蓄者。因此，他们应当在市场下跌时高兴，而且让我们和我们的被投资者更方便地运用资金。

因此，当你读到头条新闻说“投资者们随市场下跌而亏损”时，得笑容满面，在你的脑子里应把它编辑成“减资者们随市场下跌而亏损——但投资者获利”。尽管作者常常忘记了这条起码的常识，但总有买家应对着卖家，而且对一个的伤害必然帮助了另一个。（就像他们在高尔夫竞赛中说的：“每次短打（Putt）都让某个人高兴。”）

在20世纪70年代和80年代，我们从许多股权以及公司的低价上获利甚丰。那时对短期投资行为满怀敌意的市场，对那些继续长期滞留的人却很友好。在最近几年，我们在那几十年中采取的行动经证实非常有效，但是我们发现了为数不多的新机会。在作为股份公司“储蓄户”的角色中，伯克希尔继续寻找明智地运用资本的途径，但在发现真正使我们兴高采烈的良机之前可能还得要一些时间。

2.2 套利[⊖]

有时我们的保险子公司也参与套利，代替持有短期现金等价物。我们当然

⊖ 短线分隔成的部分：1988年；1989年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偏好长线投资，但我们的现金时常比好主意多。在这种时候，套利有时比国库券的收益高得多，而且同样重要的是，它可以使我们抵御可能必须放松长线投资标准的诱惑。（在我们谈论完套利后，查理通常会总结道："好了，至少它能使你不在酒吧里浪费时间"。）

1988年，无论以绝对金额还是以回报率来衡量，我们通过套利获得了异常巨大的利润。我们在平均投入的大约14 700万美元上赚了大约7 800万美元的税前利润。

这种水平的活动对套利做出了某种细致的讨论，而且我们的方法是正确的。昔日，这个词仅用于在两个不同的市场中同时买入和卖出证券和外汇，它的目的是利用可能存在的微小的价格差，比如，在阿姆斯特丹用荷兰盾交易的，在伦敦用英镑交易的，以及在纽约用美元交易的荷兰皇家石油公司（Royal Dutch）的股票。一些人可能称这是转手倒卖：你不必感到意外，实践者们选择了法语名词，套利。

自第一次世界大战以来，套利的定义——或者像现在有时所说的"风险套利"——已经扩展到包括从宣布的公司事件中追逐利润，如公司出售、兼并、资产重组、改组、清算、自我收购，等等。在大多数情况下，套利者期待与股票市场行为无关的利润。相反，他通常面对的主要风险是宣布的事件没有出现。

一些异乎寻常的机会常常出现在套利领域。当我24岁在纽约为格雷厄姆—纽曼公司（Graham-Newman Corp.）工作时，曾参与过这样一次机会。洛克伍德（Rockwood & Co.）——一家位于布鲁克林（Brooklyn）㊀的盈利能力有限的巧克力公司，在1941年可可豆仅售每磅5美分的时候就已采用后进先出（Last In,First Out，LIFO）的存货估值法。1954年，可可豆的暂时短缺导致其价格飚升到了60美分以上。因此，洛克伍德希望赶在价格下跌之前迅速出手它价值不菲的存货。但是，如果仅仅是出售可可豆，那么这家公司将为此缴纳近50%的税款。

1954年的会计规则成了大救星。它有一项不可思议的条款，该条款规定如果公司将存货派发给股东作为减少公司经营范围计划的一部分，那么LIFO的

㊀ 纽约市的五个区之一。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润就可以免税。洛克伍德决定终止它的业务之一，销售可可奶油，并发布消息说大约有1 300万磅的可可豆存货可供分配。于是，公司开价用它不再需要的可可豆回购股票，每股付80磅可可豆。

在几个星期里，我一直忙于买股票，卖豆子，并时常跑到施罗德信托公司（Schroeder Trust）将股权证书换成仓库的提单。利润丰厚极了，而我仅需破费几张地铁车票。

洛克伍德改组计划的设计师是一位默默无闻但才华横溢的芝加哥人杰伊·普利兹克（Jay Pritzker），时年32岁。如果你熟悉杰伊后来的记录，那么你就不会意外这个行动对洛克伍德连续的股东来说也成效卓著。在宣布报价前后短短的时间里，尽管洛克伍德正在经历巨大的营业亏损，但它的股票还是从15美元涨到了100美元。有时，股票估值比市盈率更有意义。

在近几年里，大多数套利运作涉及善意或恶意的接管。随着收购狂热的蔓延，随着反托拉斯的挑战几乎不复存在，以及随着买价常常只上不下，套利者极度繁荣。他们不需要特别的才能就能干得好；按照彼得·塞勒（Peter Sellers）[一]在电影中的方式，窍门只不过是"身逢其时"（Being there）。在华尔街，人们一再重复一句老格言："给人一条鱼，你能养他一天。教他如何套利，你能养他一世。"（但是，如果他在伊万·波伊斯基（Ivan Boesky）[二]的套利学校学习，那么给他供食的就是州监狱了。）

要评估套利条件，必须回答4个问题：（1）承诺的事情真正发生的可能性有多大？（2）你的钱会捆住多久？（3）出现更好的事情的可能性有多大——比如一个更有竞争力的接管出价？以及（4）如果由于反托拉斯诉讼，财务上

[一] 1925—1980，美国电影演员。《身逢其时》（Being There）是塞勒晚年出演的一部喜剧片，他在影片中扮演的钱斯·加德纳（Chance Gardner）成了美国总统的一名重要顾问，但这并非是因为加德纳无所不知，而是因为他在正确的时间处于正确的地点的某些巧合条件，即身逢其时。——译者注

[二] 全名伊万·弗雷德里克·波伊斯基（Ivan Frederick Boesky）。1937—，美国金融家。1966年，波伊斯基进入证券界并来到纽约。他的职位不断提升，并最终在他虚构的套利技能上建立起了一个金融帝国。他在公司接管交易出现前即能有所察觉的能力使他成为华尔街最富有的交易商之一。但是，1986年，美国政府的联邦调查员发现德莱克索尔·伯汉姆·兰伯特公司（Drexel Burnham Lambert, Inc.）的一名雇员一直利用内幕消息进行交易，并将消息卖给波伊斯基及其他人。在被证明有罪后，波伊斯基同意充当美国政府的线人，以减轻刑期。波伊斯基在与美国证券交易委员会的和解中，缴纳了10亿美元的罚金，并成为美国证券业的终身禁入者。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的假象等等原因，事情没有发生会怎么样？

我们侥幸得到套利机会的阿卡塔公司（Arcata Corp.）说明了这种业务的复杂性和多变性。1981年9月28日，阿卡塔的董事原则上同意将公司出售给克尔伯格·克莱维斯·罗伯茨公司（Kohlberg Kravis Roberts & Co.，KKR），无论在当时还是现在这都是一宗大的杠杆买断。阿卡塔公司从事印刷和林产品业务，而且在努力争取另一桩生意：1978年，美国政府买下了阿卡塔10 700英亩的森林，主要是老龄的红杉树，以扩大红杉国家公园（Redwood National Park）。政府已经为这块土地分期支付了9 790万美元，阿卡塔争辩说这笔钱可能不够。当事双方还为从取得财产到最终付清钱款期间适用的利率而发生争执，适用的法律规定了6%的单利；但阿卡塔要求高得多的复利。

购买这样一家高投机，有大额诉讼的公司产生了一个谈判问题，也就是诉讼要求对公司有利还是不利。为了解决这个问题，KKR给阿卡塔的股票开价每股37.00美元，外加政府为红杉地支付的任何额外款项的2/3。

在评估这次套利机会时，我们必须自问，既然KKR的报价是以获得“符合要求的资金”为条件，那么KKR能否实现这笔交易。这种条款对卖方来说总是很危险：它为激情在求婚与结婚间消失殆尽的求婚者提供了方便的出口。但是，我们对这种可能性并不十分担忧，因为KKR过去总能漂亮地收场。

我们还必须自问，如果KKR的交易确实失败了，会出现什么情况，但对于这一点我们仍有理由放心：阿卡塔的管理人员和董事们光顾KKR已有一阵子了，显然出售之意已决。如果KKR退却，那么阿卡塔将寻找另一个买主，尽管价格可能会低一些。

最后，我们还必须问自己，红杉树的所有权到底值多少。你们的分不清橡树和榆树的董事长还清楚这个问题：他冷静地估计出红杉树的所有权大约介于零和一整份之间。

9月30日，我们开始在33.50美元左右买进阿卡塔公司的股票，而且在8周内买了大约400 000股，或者公司股本的5%。最初的通告说KKR会在1982年1月支付37 00美元。因此，如果一切顺利的话，我们将取得大约40%的年回报率——这还不包括原本一直冻结住的红杉树所有权。

一切并非尽如人意。到了12月，KKR宣布结账可能会略微推迟。这样，最后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的协议要再到1月签署。受到了鼓舞，我们继续增加筹码，在每股38美元左右买入，并将我们的持股增至655 000股，超过公司股本的7%。我们乐意全部付清——尽管结账已经被推迟——反映出我们对红杉树向于“一整份”而不是“零”。

然后，在2月25日，贷款人用融资术语“考虑到严重衰退的住宅工业以其他对阿卡塔公司前景的冲击”说他们正在“再度审视”。股东会议再次推迟到4月。一位阿卡塔公司的发言人说他“并不认为收购命运本身岌岌可危。”当套利者听到这样的再保证时，他们的头脑中闪现出一句老话：“他像财政大臣那样在货币贬值前夕撒谎。”

3月12日，KKR说它先前的交易作废，KKR首先将其报价减至33.50美元，然后又在2天后提高到35美元。但是，在3月15日，阿卡塔的董事拒绝了这个报价，并接受了另一个集团的37.50美元，外加任何复得的红杉树的一半。股东们接受了这笔交易，并在6月4日得到了37.50美元。

相比我们2 290万美元的成本，我们得到了2 460万美元；我们的平均持股期接近6个月，考虑到这笔买卖遇到的麻烦，我们15%的年回报率——不包括任何红杉树所有权的价值——让人喜出望外。

但是好戏还在后头。审理此案的法官任命了两个委员会，一个考察树木的价值，另一个考虑利率问题。1987年1月，第一个委员会说红杉木价值2.757亿美元，而且第二个委员会推荐了一种复合的、混合的利率，结果大约是14%。

1987年8月，法官确认了这些结论，这意味着大约有6亿美元将属于阿卡塔公司。政府随后提出上诉，尽管，在1988年政府上诉以前，这个所有权曾以5.19亿美元了结。结果，我们收到了额外的每股29.48美元，或大约1 930万美元，1989年，我们又得到了约80万美元。

伯克希尔的套利活动与其他许多套利者的不同。首先，我们每年仅参与少量的，但通常规模很大的交易。大多数从事套利的人买卖频繁——大约每年50次或者更多。同时要做的事情太多，他们就必须花大部分时间既监控交易的进展，又监控相关股票的市场运动。这并不是查理和我希望的生活方式。(为了致富天天盯着股票行情有什么意思。)

由于我们没有分散投资，所以，相比典型的套利运作，一笔利润丰厚或者毫无盈利的套利交易将会大大影响我们的年度业绩。到目前为止，伯克希尔还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有真正糟糕的经历。但是将来我们肯定会遇到——而且它发生的时候我们会向你们汇报残酷的事实。

我们与其他套利运作的另一个不同点是，我们仅参与已经公开宣布的交易。我们不按谣言买卖，或试图猜测谁是接收者。我们仅仅是看报纸，考虑大收购计划中的某几个，然后根据我们自己对可能的结果的感觉行动。

年底，我们惟一大的套利仓位是 3 342 000股RJR纳贝斯克公司（RJR Nabisco）的股票，成本是 2.818亿美元，市值 3.045亿美元。到了1月份，我们曾将持股增加到大约400万股，并在 2月份彻底清仓。当我们把我们的持股投标给收购RJR的KKR时，KKR接受了大约 300万股，而且我们立即将退回的股份在市场上抛出。我们的税前收益达到了好于预期的 6 400万美元。

早些时候，在RJR的招标竞赛中曾出现过一张熟悉的面孔：杰伊·普利兹克（Jay Pritzer），他是开出着重税收的报价的第一波士顿（First Boston）投标集团的一员。引用约吉·伯拉（Yogi Berra）的话说："再次彻底的记忆错觉。"

在大多数时候，我们本该是RJR的购买者，我们在股票上的活动却受到限制，因为所罗门公司（Salomon）也参与了一个投标集团。尽管查理和我是所罗门公司的董事，但通常我们被隔绝在其兼并与收购工作的信息之外。这些信息对我们毫无用处，而且实际上可能会约束伯克希尔的套利活动。

但是，在RJR的交易中，所罗门打算做出的巨大承诺要求所有的董事巨细尽知而且充分参与。因此，伯克希尔购买RJR的行动进行了两次：第一次，在管理部门宣布卖断计划之后，所罗门开始参与之前的几天内；第二次相当晚，是在RJR的董事会作出有利于KKR的决定之后。因为我们不能在其他时间购买，所以我们的董事身份使伯克希尔破费不少。

考虑到伯克希尔在1988年的优良业绩，你可能期待我们在1989年继续从事套利。但我们更愿意置身度外。

一条可喜的原因是我们持有的现金数量的下降——因为我们希望持有相当长时间的股票的仓位大幅增加。正如这份报告的固定读者知道的那样，我们的新承诺并不是基于对股票市场短期前景的判断，相反，他们反映的是一种对特定公司长期业务前景的观点。我们没有，也从未有过，而且永远不会想股票市场、利率、或商业活动一年后的情形会怎样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使有大量的现金，我们也不会在1989年进行套利交易。公司接管有些泛滥成灾，就像多萝西（Dorothy）说的那样："图图（Toto），我感觉我们不会再回到堪萨斯（Kansas）了。"㊀

我们不知道这种过剩会持续多久，也不知道对此政府、贷款人和买家的态度会有什么变化，但我们知道，别人在处理他们的事情时越不谨慎，我们在处理我们的事情时就必须越谨慎。我们对那些反映买价和贷款人放任不羁的——而且按我们的观点常常是毫无根据的——乐观情绪的套利行为兴趣索然。在我们的活动中，我们将牢记赫伯·斯坦（Herb Stein）㊁的教训："若不能持之以恒，则必灭亡。"

………… • • • …………

去年，我们曾告诉你们不希望在1989年进行套利交易，结果正是如此。套利仓位是对短期现金等价物的替代，而在今年的一些时候我们持有的现金较少。在另一些时候，我们有相当多的现金，但即使如此我们仍选择不参与套利，主要原因是公司买卖对我们毫无经济上的意义，进行这种套利交易几乎就是在玩比傻的游戏。正如华尔街人士雷·迪福（Ray DeVoe）㊂说的那样："天使害怕交易的地方傻瓜会蜂拥而入。"我们将不时的参与套利交易——有时规模很大——但仅在我们喜欢这个机会的时候。

2.3 戳穿教条㊃

前面有关套利的讨论稍许涉及看起来也有关系的"有效市场理论"

㊀ 多萝西是著名美国影片《盎司的模板》（*The Wizard of Oz.*）中的主要人物。她的狗名叫图图，而她曾在美国堪萨斯州的东部城市堪萨斯生活。在影片中，她做了一个梦，梦见自己和狗被龙卷风卷走，沿着一条黄砖铺成的路，做了一次充满意想不到的转折和古怪人物的奇异旅行。在开始这次奇异的旅行时，她对她的狗说，"图图，我感觉我们不会再回到堪萨斯了。"巴菲特引用这句台词，意指有人已经离开了一种熟悉的，安全的，稳定的环境（在宜人的美国中西部地区的家），进入了一种异乎寻常的，无法识别的，甚至是令人恐惧的环境中。——译者注

㊁ 1916—1999，美国顶尖的经济学家，富有幽默感，20世纪70年代曾任尼克松总统和福特总统的总统经济顾问委员会（President's Council of Economic Advisors）主席。——译者注

㊂ 美国马里兰州莱基·梅森·伍德·沃克公司（Legg Mason Wood Walker）的高级市场分析师。——译者注

㊃ 短线分隔成的各部分：1988年，1993年，1986年，1991年，1987年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Efficient Market Theory，EMT）。20世纪70年代，这个学说在学术圈子里十分流行——实际上几乎成了神圣的经文。本质上，这个理论认为分析股票毫无用处，因为所有关于股票的公开信息都已经适当地反映在了它们的价格中。换言之，市场总是无所不知。因此，讲授EMT的教授们会说，一个人往股票清单上投飞镖选出的股票投资组合与一位聪明绝顶、工作勤恳的证券分析师选出的一样前程似锦。令人吃惊的是，信奉EMT的不仅是学究们，还有许多专业投资人和公司经理。他们正确地观察到市场常常是有效率的，就因此不正确地得出市场永远是有效率的结论。这些论点的区别在于一个是白天，一个是黑夜。

我认为，格雷厄姆—纽曼公司、巴菲特合伙公司以及伯克希尔连续63年的套利经验恰恰说明EMT荒唐透顶。（还有其他许多证据。）在格雷厄姆—纽曼公司的时候，我曾研究过该公司在1926~1956年的营业期间内从套利中获得的利润，它的非举债回报率达到平均每年20%。我从1956年开始运用本·格雷厄姆的套利原理，先是在巴菲特合伙公司，然后是在伯克希尔。尽管我没有做过确切的计算，但结果足以说明1956~1988年的平均回报率远远超过20%。（当然，我的操作环境要比本的好得多，他曾在1929～1932年达到过这样的业绩。）

对投资组合的表现进行公平地测试需要下列条件：（1）在创造这63年的记录时，这3家机构交易过成百上千种不同的证券；（2）战绩不会被几次幸运的经历所扭曲；（3）对于产品和管理，我们不必挖掘隐匿的事实或养成敏锐的洞察力——我们仅对高度公开的事实做出反应；以及（4）我们的套利仓位是一种明确确定的范围——他们不是按后见之明挑选出来的。

在63年中，普通市场的年回报率，包括分红，低于10%。如果把所有的分红再投资，那么1 000美元就增长到了405 000美元。但是，20%的收益率就可以产生9 700万美元。这种让我们心动的统计意义上的差别，毫无疑问地可以激起任何人的好奇心。

然而，有效市场理论的鼓吹者似乎从未对这种相反的证据产生过兴趣。确实，今天他们不再像从前那样对这个理论夸夸其谈，但是，据我所知，还没有人承认他错了，无论他曾经误导过多少学生。而且，在主要的商学院里，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EMT仍是投资课程不可缺少的一部分。很明显，不愿取消自己的主张，并因此揭开教士神秘的面纱，并不仅限于神学家。

自然，对于我们及其他格雷厄姆的信徒来说，轻信EMT的帮倒忙的学生以及容易受骗上当的投资专家，已经成为一种特殊的公共设施。在任何竞赛中——无论是金融的，脑力的或者体力的——面对一群被灌输了试都不值一试的思想的对手，我们总是有巨大的优势。从利己主义的观点来看，格雷厄姆的信徒可能应当资助那些大学教授，以保证EMT的教学无休无止。

有必要对这一切说明做出警告。近来，套利活动看似轻而易举，但这并不一定保证每年都有20%的利润，或就此而言的其他投资的利润方式。正如人们注意到的那样，在大部分时间里，市场是比较有效率的：在过去63年里我们遇到的每一个套利机会，有许多都被放弃了，因为它们的价格看上去已经到位了。

仅仅固守一种特定的投资类型或投资风格，投资者不可能获得超常的利润，他只能通过认真评估实际情况并不断操练以获得这种利润。在套利环境下投资，本质上讲与投飞镖挑选投资组合的战略一样。

.... ● ● ● ....

如果我们拥有管理优秀的杰出公司的股份，我们喜爱的持股期是永远。我们反对在公司表现良好时忙于抛售股票，兑现盈利，却死抱住令人失望的公司的人。彼得·林奇（Peter Lynch）[⊖]曾恰如其分地形容这种行为，是在铲除鲜花，浇灌杂草。

.... ● ● ● ....

我们仍然认为，出售一家不仅可以理解其业务而且业绩持续优异的公司是很愚蠢的，那种商业上的利益通常难以替代。

⊖ 历史上最伟大的共同基金经理之一。1969年进入忠诚研究与管理公司（Fidelity Research & Management，又译富达）任股票分析员。1977年起，彼得·林奇开始掌管公司旗下的总资产仅为1 800万美元的麦哲伦基金，并于1990年卸任。在这期间，麦哲伦基金的平均年收益率达29%，年年战胜市场，而且资产总值也增至140亿美元。彼得·林奇现为忠诚公司副董事长。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有趣的是，当公司经理将注意力集中于他们运作的公司时，就很容易理解这一点：如果忽略价格，一家拥有长期骄人经济表现的子公司的母公司是不会出售这个实体的。“为什么，”CEO会问，“我必须卖掉王冠上的宝石吗？”然而，当事情变成管理个人的投资组合时，正是同样的CEO，会仅仅在经纪人草率地唆使下，迅速地——甚至是冲动地——从一家公司转向另一家公司。这样做最糟糕的结果也许是，“你不可能在赚钱的时候破产。”你能想像一位CEO用这句台词力劝董事会出售一家表现出色的子公司吗？在我们看来，经营公司的合理方法也同样适用于买卖股票。投资者必须像拥有整个公司的所有者所表现出的坚韧那样，持有一家业绩出众的公司的一小部分。

以前我曾提到过，如果1919年在可口可乐（Coca-Cola）公司上投资40美元，可能会产生的财政业绩[⊖]。1938年，可口可乐问世50多年，以及这种饮料固定成为一种美国的标志的时候，《财富》杂志（*Fortune*）讲述了这家公司的成功故事。在第二段，作者写到：“每年都有一位认真的大投资者怀着深深的敬意长时间研究可口可乐的业绩记录，但总是遗憾地得出结论，他研究得太迟了。市场饱和与竞争的幽灵在他面前出现。”

是的，1938年和1993年都有市场竞争。但值得注意的是，1938年可口可乐卖出了2.07亿箱软饮料（如果以加仑计，那么就可换算成现今标准的163盎司的箱子），而在1993年可口可乐卖出了大约1 070亿箱，以物理体积衡量，对于一家在1938年就已经在其主业中占据支配地位的公司来说增长了50倍。对于一位投资者来说，不必在1938年开庆祝会，尽管1919年在一股可口可乐股票上投资的40美元到1938年底变成了（将红利再投资）3 277美元，但是，在1938年投资的40美元到1993年末就会增长到25 000美元。

我必须再引用1938年《财富》杂志的故事：“很难列举出能与可口可乐公司的规模相匹敌的公司，以及像可口可乐那样销售一种保持10年纪录的一成不变的产品的公司。”在过去的55年里，可口可乐的产品线已经有了一定扩大，

⊖ 从1993年的信中摘录的另一段文章如下：
让我加上一堂历史课：1919年，可口可乐以每股40美元的价格上市。到了1920年末，由于对可口可乐的前景看淡，市场将其股价打压了50%以上，至19.95美元。如果把红利再投资，那么到了1993年末，每股可口可乐的股票就值210万美元以上。正如本·格雷厄姆说的那样：“在短期内，市场是一部投票机——反映的是只要金钱，不要智慧或理智的投资人的价值取向——但是在长期内，市场是一部称重机。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是这句话仍然适用得天衣无缝。

很久以前，查理和我就认为，在整个投资生涯中，我们不可能做出成百上千个精明的决定。由于伯克希尔的资产迅速膨胀，以及会明显影响我们业绩的投资空间的急剧收缩，使得我们必须做出精明的决策。因此，我们采用了一种仅需几次精明——而不是过于精明——的战略，事实上，每年有一个好主意对我们来说就够了。（查理说现在轮到我想好主意了。）

我们采取的战略防止我们陷入标准的分散投资的教条，许多博学家可能会因此说这种战略一定比更加传统的投资者采用的战略风险大。我们不同意这种观点。我们相信，专注于投资组合的策略如果能够（它本该如此），提高投资者考虑公司的思维活动的强度，以及投资者在建仓前对公司经济特性的必然感觉的满意程度，那么它很可能会降低风险，在阐明这种观点时，我们用字典上的术语将风险定义为“损失或损伤的可能性”。

然而，学究们喜欢另行定义投资“风险”，断言它是股票或股票投资组合的相对波动程度——即，它们相对于股票整体的波动程度。利用数据和统计技巧，学究们精确计算出了每只股票的β值——股票过去的相对波动程度——然后根据这些计算结果建立起晦涩难懂的投资和资产配置理论。但是，在他们渴望用单一的统计来衡量风险时，他们忘记了一条基本的原理：近似的正确胜于精确的错误。

对于公司的所有者来说——这是我们考虑股东的方式——风险的学术定义远远偏离了靶子，甚至产生了荒谬。比如，在β理论下，一只相对于市场暴跌的股票——如1973年我们买进时华盛顿邮报的走势——在低价位时相比在高价位时“更有风险”，这对于有机会以巨大的折扣购买整个公司的人来说有什么启迪呢?

实际上，真正的投资者偏好波动性。本·格雷厄姆在聪明的投资者（The Intelligent Investor）的第8章对此作了解释。在书中，他介绍了“市场先生的概念，这是一个无论你是否希望，每天都会露面从你这里买股票或卖股票给你的乐于助人的家伙。这个家伙越狂躁抑郁，投资者赚钱的机会就越大。这是事实，因为剧烈波动的市场意味着，稳健的公司常常会跌到失去理性的低价。对于完全忽视市场或者利用市场的投资者来说，在风险上升的情况下，是不可能想到利用价格因素的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在评估风险的时候，β值的追随者会鄙视调查公司的产品，它的竞争者在干什么，或者这家公司使用的借款有多少。他甚至不想知道公司的名字，他珍视的是其股票的价格史。相比之下，我们轻松地放弃了对价格史的了解，而是寻找可以使我们进一步了解公司业务的信息。因此，在我们买了股票之后，即使市场停盘一两年，我们也不会心神不宁。对于我们在See's和H. H. 布朗公司100%的股权，我们不需要每天的行情来打扰我们的幸福。所以，为什么我们非得知道我们在可口可乐公司7%的股份的行情？

根据我们的看法，投资者必须确定的真正风险是他从投资（包括他的出售所得）中得到的总的税后收入，在整个预计的持有期内，是否可以至少给他必须重新开始时相同的购买力，包括初始投资的适当利息。尽管这种风险不能用工程的精确性加以计算，但是在某些情况下它可以用某种程度的有效的精确性来判断。与这种估算相关联的主要因素是：

(1) 可以评估的企业长期经济特性的可信度；

(2) 可以评估的管理人员的可信度，包括他们实现企业所有潜能的能力以及明智地使用现金流的能力；

(3) 以股东回报而不是管理者的回报做为衡量标准的可信度；

(4) 企业的售价；

(5) 将要经历的以及将会决定投资者的购买力回报的削减程度的税收水平和通货膨胀率。

这些因素很可能使许多分析师晕头转向，因为它们不可能从任何一种数据库中得到。但是精确量化这些因素的困难既不能否定它们的重要性，也不能说明这种困难是不能克服的。正如斯图尔特大法官（Justice Stewart）㊀发现不可能将对淫秽言行的检验标准公式化，但仍然断言说，“我看见的时候就明白了，”所以投资者——通过一种不精确但行之有效的方法——“看见”某个投资中的内在风险，而不必参考复杂的数学方程式或者价格史。

相比其他公司或零售商，真的很难确定可口可乐公司和吉列公司的长期业务风险低得多吗？在全世界范围内，可乐的销量大约占所有软饮料的44%，而吉列剃须刀占据了刀片市场60%的份额（按价值计算）。若是不考虑箭牌

㊀ 1915—1985，全名波特·斯图尔特（Potter Stewart），美国最高法院副大法官。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Wrigley）公司占统治地位的口香糖，我真不知道还有其他什么居领先地位公司的重要业务可以长期享有这样的全球市场份额。

而且，最近几年可乐和吉列剃须刀在全球的市场份额实际上还在增加。他们的品牌威力，他们的产品特性，以及销售实力，赋予他们一种巨大的竞争优势，在他们的经济堡垒周围形成了一条护城河。相比之下，一般的公司在没有这样的保护之下奋战。就像彼得·林奇说的那样，销售相似商品的公司的股票，应当贴上这样一条标签："竞争有害健康。"

可乐和吉列剃须刀片的竞争实力甚至对于最漫不经心的行业观察家来说也是显而易见的。然而它们股票的 β 值与其他众多稍有，甚至没有竞争优势的普通公司的相似。在衡量公司风险的时候，我们可以从这个相似之处得出结论说，可乐和吉列剃须刀片的竞争实力没有给他们增光添彩吗？或者，我们可以得出结论说，拥有公司的一部分——股票——的风险从某种程度上从其运作的内在长期风险中脱离开来了吗？我们相信这两种结论毫无意义，而且将 β 值与投资风险等同起来也毫无意义。

用 β 值滋生起来的理论家，没有办法区分内在风险，比如，一家销售宠物石（Pet Rocks）或者呼啦圈的单一产品的玩具公司的内在风险，与另一家独家销售强手游戏（Monopoly）或者芭比娃娃（Barbie）的玩具公司的内在风险间的差别。但如果普通的投资者对消费者行为以及产生长期竞争优势或劣势的因素有合理的理解，就很有可能做出这种区分。显然，每一位投资者都会犯错误，但是通过把自己限制在相对较少，易于理解的行业中，一个聪明伶俐、见多识广和认真刻苦的人就可以以相当的精度判断投资风险。

当然，在许多行业中，查理和我不能确定我们是在买卖"宠物石"还是"芭比娃娃"，而且，我们不可能解决这个问题，即便我们花许多年的时间认真地研究这些行业。有时我们自己的智力缺陷会妨碍我们的理解，而且在另一些情况下行业的性质就是障碍。例如，一家必须面对快速发展的技术的公司不会有助于可靠地评估其长期经济前景。在30年前，我们预见到在电视机制造业或电脑业中会出现什么吗？当然没有。（大多数热衷于进入这些行业的投资者和公司经理也没有预见到。）那么，为什么查理和我现在非得认为我们可以预言其他快速发展的公司的将来？我们反而会专注于那些易于理解的行业。一个视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力平平的人为什么要在干草堆里找绣花针呢？

当然，某些投资策略——比如多年来我们在套利活动中的努力——要求广泛的分散投资。如果在单个交易中存在巨大的风险，那么通过使它成为许多相互独立的交易中的一笔就应当可以降低总风险。因此，如果你在权衡可能性后，相信盈利会大大超过损失，而且如果你可以把握一组相似，但毫不相关的投资机会，那么你就会有意识地进行风险投资——实际上这种投资很有可能导致损失或损害。大多数风险资本家采取这种策略。如果你选择走这条路，那么你就必须具有配备轮盘的赌场的观点，因为有概率论的恩惠，这种赌场要看多次下注，而不会接受单次的、巨额的赌注。

另一个要求广泛分散投资的情形发生在，当投资者不了解特定公司的经济状况，仅凭自己的兴趣相信它会成为美国工业的常胜将军时。这种投资者应该不仅拥有大量不同的股票，而且要投资于不同的行业。例如，通过固定投资指数基金，一无所知的投资者实际上能够胜过大多数投资专家。有讽刺意味的是，当“愚笨的”钱认识到其局限性时，就变得聪明了。

另一方面，如果你是一名学识渊博的投资者，能够理解公司的经济状况，并能够发现5～10家具有重要长期竞争优势的价格合理的公司，那么传统的分散投资对你来说就毫无意义，它只会降低你的收益率并增加你的风险。我不明白，为什么那样的投资者选择将钱投到一家在他喜欢的公司中名列第20位的公司，而不是将钱投入到他最喜欢的几家公司里——那些他最了解，风险最小，而且有最大利润潜力的公司。用预言家梅伊·韦斯特（Mae West）[⊖] 的话来说，“好事过头反成了坏事，这可能是最精彩的。”

…………●　●　●…………

我们应当表明，我们希望永久地保留我们的3种主要持股：大都会/美国广播公司（Capital Cities/ABC, Inc.）、GEICO和《华盛顿邮报》。即使这些股票的价格高得离谱，我们也不会卖，就像如果有人向我们开出了远高于我们认为

⊖ 1892—1980，美国戏剧和电影演员，以性感著称，曾在屏幕上做出了许多在她那个时代的大胆表演。她常常用幽默诙谐的语言来描绘那些表面上看起来生活优越的女人。梅伊·韦斯特实际上并不是位“预言家”，巴菲特用这个词是出于幽默意义而不是字面意义。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

See's或《布法罗晚报》(*Buffalo Evening News*)应值的价钱，我们也不会出售它们一样。

在活跃已经成为习惯的当今公司界里，这种观点看起来可能不合潮流。现代的经理谈论的公司"投资组合"——意思是无论是被华尔街的偏好，运作条件或一种新的公司"概念"所推动的"重组"动作，所有这些公司都是候选对象。(但是，重组被狭隘地定义了：它仅涉及抛弃犯下众怒的公司，而不是抛弃原先购买这些公司的官员和董事。"恨罪恶，但爱罪人"正如对基督教的救世军(The Salvation Army)那样，是财富500强公司中流行的神学。)

投资经理更是运动过度：相比他们在交易时间的行为，旋转着的伊斯兰教托钵僧倒像是打了镇静剂。实际上，"机构投资者"正在成为被称作矛盾形容法的自相矛盾的术语之一，能与"巨型小虾"、"女摔跤员"和"廉价律师"相比。

尽管有已经席卷公司和美国金融界的活跃热情，我们仍然固守至死尽职的策略，这是惟一使查理和我感到自在的策略，它产生了相当不错的结果，而且它让我们的经理和投资人专注自己的事，以免分散注意力。

………… ● ● ● …………

我们一直持有的行为说明我们认为市场是一个变换位置的中心，钱在这里从活跃的投资者流向有耐心的投资者。(在小范围调查的基础上，我认为最近的几起事件说明，满怀恶意的"无所事事的富翁"已经受到了严厉的谴责：他们维护或者增加他们的财富，同时许多"精力旺盛的富翁"——有进取心的不动产经营者、公司购买者、石油钻探商等等——已经看到他们的财富消失殆尽。)

我们继续寻找业务有所了解的，有持续的和罕有的经济状况的大公司，这些公司由有能力的并且为股东着想的管理人员运作。这个着重点并不能保证利润：我们不仅必须在合理的价格买入，而且要从我们拥有的公司中获得与我们的估计一致的业绩。但是这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的惟一机会。考虑到查理和我需要管理的大笔资金，我们只不过还没有聪明到可以通过机敏地买卖不入流的公司的股份获得高额收益，我们认为其他人也不能通过在花朵之间跳来转去地获得长久的投资成功。实际上，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相信将那些买卖频繁的机构称颂为“投资者”，就像称那些在一个晚上翻来覆去订婚的人富于浪漫色彩一样。

如果公司的投资机会和范围非常有限，比如，仅限于那些在奥马哈（Omaha）的私营公司，那么我首先会评估每一家公司的长期经济特征；其次，评估负责运作公司的人的质量；最后，以合情合理的价格买入几家最好的公司。我当然不希望平均拥有镇上每一家公司的股份，因此，为什么对于更大范围的上市公司，伯克希尔就非得改弦易辙？而且，既然发现伟大的公司和杰出的经理是如此之难，那么为什么我们非得摒弃已经被证明了的产品？（我称它为“真正的产品”。）我们的座右铭是：“如果你一开始就确实取得了成功，那么就不必再做实验。”

约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）⊖作为一个投资者的才智比得上他思想上的才智，他曾在1934年8月15日给他生意上的合伙人F. C. 斯考特（F. C. Scott）写过一封信，道出了这样做的完整理由：“随着时间的流逝，我越来越确信，正确的投资方法是将大笔的钱投入到有所了解的企业以及完全信任的管理人员中。认为一个人可以通过将资金分散在大量他一无所知或毫无信心的企业中就可以限制风险，完全是错误的……一个人的知识和经验绝对是有限的，因此在任何特定的时间里，很少有超过2或3家的企业，我认为值得完全信任。”

••••••••••• • • • •••••••••••

1987年，股票市场是一个激动人心有余但净涨幅不足的场所：那一年道琼斯指数上涨了2.3%。当然，你知道云霄飞车般的走势导致了这种微小的涨幅。直到10月，市场先生还在疯狂地横冲直撞，随后便经历了一场突如其来的，规模巨大的倒退。

我们有掌管的几千亿美元资金的“职业”投资者要感谢这次骚动。许多大名鼎鼎的基金经理没有把注意力放在公司未来几年的业务发展上，而关注的是其他基金经理在未来几天内干什么。对他们来说，股票仅仅是游戏中的筹码，就像强手游戏中的顶针和熨斗。

他们的态度会导致的一个极端后果是“投资组合保险”（Portfolio

⊖ 1883—1946，英国经济学家，金融家，以其革命性的经济学理论（凯恩斯经济学）著称。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Insurance），这是一种在1986~1987年许多主要的投资顾问信奉的资金管理策略。这种策略——仅仅是小额投机者的止损单在贴上新奇事物标签后的版本——要求永远膨胀的股票投资组合，或它们的指数期货等价物，在价格下跌的时候出货。这种策略说明只有一件事最要紧：给定幅度的下跌会自动产生巨大的卖单。根据《布雷迪报告》（*Brady Report*）⊖，1987年10月，大约有600亿~900亿美元的股票做好了一触即发的准备。

如果你认为投资顾问是被雇来投资的，那么你可能会被这种技术弄的糊里糊涂。在买了一个农场之后，一个理性的所有者下一步会命令他的不动产代理商，当他邻居的财产卖了一个更低的价钱时，就开始把自己的农场分块卖出吗？或者，你会在某个早上仅仅因为在9点30分一座相似的房子以比它前几天的买入价低的价格出售，就会在9点31分把自己的房子卖给随便哪一个出价人吗？

但是，类似的措施就是，当养老基金或大学拥有像福特（Ford）和通用电气（General Electric）这种企业的股份时，投资组合保险告诉他们所要做的事情。这个方法认为，这些公司的估价越低，就越要积极地出货。作为一种“逻辑上”的推论，这个方法命令投资机构一旦这些公司的股价大幅反弹就立刻买回——我不是在捏造事实。考虑到遵从这些梦幻般常规的经理们控制的巨额资金，市场有时表现出精神错乱的样子，又有什么好奇怪的呢？

但是，许多时事评论员从对最近几起事件的观察中得出了错误的结论，他们喜欢说，在当今被大户们飘忽不定的行为支配的市场中，小额投资者根本就没有机会。这个结论完全错了，这种市场对任何投资者——无论是散户还是大户——都很完美，只要他只管自己的投资。基金经理无理性地利用巨额资金投机导致的市场波动，会给真正的投资者带来更多的机会，采取更明智的投资措施。如果他迫于财政的或心理上的压力在艰难的时刻出货，那么他可能会被这种波动损害。

⊖ 尼古拉斯·布雷迪（Nicholas Brady），1930—，美国投资银行家，曾任美国财政部长（1988—1993）。1987年10月19日，星期一——这一天通常被称作“黑色星期一”——道琼斯工业股平均指数（Dow Jones Industrial Averages，DJIA）暴跌了23%。当时的美国财政部长詹姆士·贝克三世（James Baker III）任命布雷迪主持一个专题研究组，确定股灾的原因并提出防止股灾再次发生的建议。该小组委员会的研究报告，即《布雷迪报告》，认为大规模的计算机交易技术有毛病，并提出了可在股价剧烈振荡时中断交易的管理机制。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.4 “价值”投资：多余[⊖]

在买入的受控制企业与买入的上市股票间，我们真的没有看出许多基本的差别……但每种情况下，我们都试图买进长期经济状况良好的公司的股份，我们的目标是发现价格合情合理的优秀公司，而不是价格便宜的平庸之流。查理和我已经发现，巧妇难为无米之炊是我们失败的原因。

（必须注意，你们的董事长——总是用快速学习法——仅用了20年时间就认识到买入一家优秀公司是多么重要。有空时，我曾寻找过“便宜货”——结果很不走运。我受到的处罚是从产品线短的农场设备制造商、位居三流的百货店，以及新英格兰地区的纺织厂的经济状况中接受的教育。）

当然，查理和我可能会误解一家公司的基本经济状况。发生这种情况的时候，我们遇到的是将公司全部买下还是买进部分可流通的证券这样的问题，尽管很容易从后者中退出。（实际上，公司是可以被误解的：一名欧洲记者被派到美国写安德鲁·卡内基（Andrew Carnegie）[⊜]的传略，他向编辑发了一份电报，“天哪，你永远不会相信在这里开图书馆也能赚钱。”）

在进行控股买入和股票买入时，我们努力不仅购买那些优秀的公司，而且还购买那些由出众的，聪明的和可爱的管理人员管理的公司。如果我们对与我们相关联的经理看走了眼，那么被控股公司就给了我们某种优势，因为我们有权力做出改变。但是，在实践中，这种优势有点虚：就像婚姻变化，管理层的变化是痛苦的，耗时的和偶然的。在任何情况下，在我们三家可流通的但永远持有股份的公司中，这一点没有实际意义：我们不可能比大都会的汤姆·莫菲（Tom Murphy）和丹·伯克（Dan Burke），GECIO的比尔·斯尼德（Bill Snyder）和路·辛普森（Lou Simpson），以及《华盛顿邮报》的凯·格雷厄姆（Kay Graham）和迪克·西蒙斯（Dick Simmons）做得更好。

我想说，被控股公司有两种主要的优势，第一，当我们控制一家公司时，我们必须配置资产，反之，对于股份可流通的公司中的此类过程，我们很可能很少说话或无话可说。这一点可能非常重要，因为许多公司的头头们对资产配置笨手笨脚。他们的不足并不让人吃惊，大多数老板升到这个高位是因

⊖ 短线分隔成的各部分：1987年，1992年，1985年。

⊜ 1835—1919，美国工业家、慈善家，捐资兴建的图书馆超过 2 800座。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为他们在一个领域中胜过他人，如市场、生产、工程、管理——或者有时是机构政治。

一旦成为CEO，他们会面对新的责任，他们必须做出资产配置决定，这是一项他们可能从未应付而且不能轻易掌握的必不可少的工作。这就像一位天资聪颖的音乐家的最后一步是还没有在卡内基音乐厅（Carnegie Hall）演出过，而不是被指定为联邦储备委员会（Federal Reserve）主席。

在资产配置领域，许多CEO缺乏技能并非小事一桩：在岗位上工作10年以后，将年盈利保持在相当于净资产10%的公司CEO，将要担负起将公司所有可以盈利的资产增加60%的责任。

意识到缺乏资产配置技能的CEO（并非人人如此），常常会向他们的幕僚、管理顾问，或投资银行家们求助，加以补偿。查理和我屡次观察到这种“帮助”的结果。总的来说，我们认为，这与其说是要解决资产配置问题，倒不如说是要强调资产配置问题。

最终，大量不明智的资产配置在美国的公司中出现。（这就是为什么你听到太多的“重组”）但是，伯克希尔非常幸运。在我们主要的非控股公司里，资产通常运用得非常良好，有时甚至是出色。

对于可流通证券来说，被控股公司的第二种优势是不得不面对税收。作为公司所有者，伯克希尔通过拥有部分股份吸收了一些巨大的税收成本，当我们的股份达到80%甚至更高时这种税收是不存在的。这种买卖税收的劣势长期伴随着我们，但是1986年税则的变化导致它们大幅增加。因此，一个特定公司的收益现在可以并入到伯克希尔的财政收入中，比例可达50%以上，如果他们来自我们控股达80%或更多，而不是较少的公司。

拥有可流通证券的劣势有时可以被巨大的优势抵消：股票市场常常给我们机会以真正可笑的价格——比转移控制权的协商交易要求的价格低得多——买入优秀公司的非控股的股权。例如，1973年，我们以每股5.63美元的价格买进《华盛顿邮报》的股票，而1987年其每股税后营业收入达10.30美元。相似地，我们在1976年、1979年和1980年以平均每股6.67美元的价格买入GEICO的股票，去年它的每股税后营业利润是9.01美元。在这类情况下，市场先生是一个非常好的朋友。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

•••••••••• • • • ••••••••••

我们的股权投资策略与以往我们在1977年的年报中谈到的没有什么变化："我们挑选可流通证券与评估一家要完全收购的公司的方法极为相似。我们要求这是一家（a）我们能够了解的；（b）有良好长期前景的；（c）由诚实和正直的人们经营的；以及（d）能以非常有吸引力的价格买到的公司。"我们已经看到了改变这个信条的惟一原因：由于市场条件以及我们的规模，我们现在用"有吸引力的价格"取代"非常有吸引力的价格"。

但是你们会问，如何确定什么是"有吸引力的"？在回答这个问题时，大多数分析师认为他们必须在两种习惯上认为是对立的方法中做出选择："价值"和"成长性"。实际上，许多投资专家将这两个术语的混合看成是一种聪明的穿异性服装的形式。

我们将它看成是模糊不清的想法（必须承认，几年前我本人也曾这样想）。我们认为，这两种方法在重要的关键部位可以联系在一起：成长性总是价值评估的一部分，它构成了一种变量，其重要性可在忽略不计到巨大无比的范围内变化而且其作用可以是负面的也可以是正面的。

另外，我们认为术语"价值投资"是多余的，如果"投资"不是寻找至少足以证明投入的资金是正确的价值的行为，那么什么是"投资"？有意识地为一只股票付出比它计算出的价值更多的钱——希望它马上可以按更高的价格卖出——应当被列为投机（我们认为，它既违反规则，伤风败俗又不能获得盈利）。

无论是否合适，术语"价值投资"被广为使用。典型地，它意味着买入有诸如低市净率、低市盈率或者高红利率特征的股票。不幸的是，即使这些特征一起出现，对于投资者是否真正买入物有所值的股票并因此真正按从他的投资中获取价值的原则操作来说，它们也远不是决定性的。相应地，对立的特征——高市净率、高市盈率，以及低红利率——决不与按"价值"买入相矛盾。

相似的，公司的成长性本身几乎没有告诉我们什么。确实，成长性常常对价值产生积极的作用，有时达到惊人的比例。但是这种影响很难确定，例如，投资者们习惯性地将大笔的钱投入到国内航空公司中，为毫无利润的（或更糟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的）成长性提供资金。对于这些投资者来说，如果奥维尔（Orville）[⊖]没能从基蒂·霍克镇（Kitty Hawk）的地面上飞起来，那么事情本来会好得多：行业成长得越快，所有者的灾难就越大。

成长性只有在适当的公司以有诱惑力的增值回报率进行投资的时候——换言之，只有当用来资助成长性的每一个美元可以产生超过一美元的长期市场价值的时候——才能使投资者受益。至于要求增加资金的低回报率的公司，成长性会伤害投资者。

在写于50多年前的《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）中，约翰·伯尔·威廉姆斯（John Burr Williams）提出了价值的数学方程式，这里我们将其浓缩为：今天任何股票、债券或公司的价值取决于在资产的整个留存期间能够期望产生的以适当的利率贴现的现金流入和流出。请注意这个公式对股票来说同债券一样。即使如此，两者之间还有一个非常重要的，也是很难对付的差别：债券有确定未来现金流的息票和到期日；但至于股权，投资分析师本人必须估计未来的“息票”。再者，管理人员的质量对于债券息票的影响甚少——大部分影响产生在管理人员无能或不诚实以致于暂停支付利息的时候，相比之下，管理人员的能力可以极大的影响股权的“息票”。

用现金流计算出的最便宜的投资是投资者必须进行的投资——无论公司是否成长，无论公司的盈利是波动还是平稳，或者无论股价相对于公司目前的收益和账面价值是高还是低。此外，尽管价值公式常常说明股权比债券便宜，但这个结论并非必然：如果经计算，债券是一种更有吸引力的投资，那么就应当买进。

将价格的问题放在一边，最值得拥有的公司是那种在一段很长的时期内能以非常高的回报率利用大笔不断增值的资产。最不值得拥有的公司是那种必须，或者将要反其道而行之的公司——那就是一贯以非常低的回报率使用不断膨胀的资产。不幸的是，第一种类型的公司难以找到：大多数高回报率的公司需要相对小的资产。如果这种公司以红利支付盈利或者回购大量的股票，那么股东

⊖ 1871—1948，全名奥维尔·莱特（Orville Wright），美国发明家，航空先驱。1903年12月17日，奥维尔驾驶着与其兄长维尔伯·莱特（Wilber Wright，1867—1912）共同制造的飞机，在基蒂·霍克镇北面的杀恶魔山（Kill Devil Hills）脚下实现了人类历史上首次有动力的，持续的，可操纵的飞行。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们通常会从中受益。

尽管用来评估股权的数学公式并不复杂，但是分析师——甚至是老练、聪明的分析师——在估计未来的“息票”时也很容易出错。在伯克希尔，我们试图通过两种途径对付这个问题。第一，我们努力固守于那些我们相信我们可以了解的公司，这意味着他们必须符合相对简单而且稳定的要求。如果一家公司非常复杂或者容易受到连续变化的影响，那么我们还没有聪明到去预计它未来的现金流。顺便提一句，这个缺点不会烦扰我们，对于大多数在投资的人来说，重要的不是他们懂得多少，而是他们如何现实地明确他们不知道的东西。只要投资者避免大错误，那么他或她只需要做对几件事。

第二，亦是同等重要的，我们强调在我们的买入价格上有安全的余地。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买入产生兴趣。我们相信这种安全余地原则——本·格雷厄姆特尤其强调这一点——是成功投资的基石。

比起买入新发行的股票，一位聪明的普通股投资者在二级市场上会做得更好。在各种情况下，理智不得不将就价格确定的方法。由大笨蛋周期性支配的二级市场，时常在确定一种“清算”价格，无论这个价格多么愚蠢，对于那些需要或者希望抛售债券或股票的持有者来说却很重要，随时都有人成为这样的投资者。在许多情况下，公司价值为x的股票在市场上以1/2x或更低的价格出售。

另一方面，新股发行市场受控股地位的股东和公司的支配，这些人通常可以选择发行的时机，或者可以在市场看起来不好的时候避免一起发售。可以理解，无论是通过公开发售还是协商交易，这些卖家都不是要卖便宜货：在这里你很少会发现价值x的股票卖1/2x。实际上，对于普通股发售，只有当要卖股票的股东认为市场开价过高时才有积极性去减仓。（当然，这些卖家会用某种不同的口吻来陈述这个主题，断言只有在市场对他们的货物少给钱时他们才拒绝抛售。）

…………● ● ●…………

就在年末过后，伯克希尔以每股172.95美元的价格买入了300万股大都会/

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ABC公司的股票，这个市价与1985年3月初做出购买决定时的相同。我已将大都会的管理人员记录在案数年：我认为这是美国最佳的上市公司。而且汤姆·莫斐和丹·伯克不仅仅是伟大的经理，确切地说是那种你会把自己的女儿嫁给他们的人。与他们合作是一种特权——而且乐趣横生，就像你们当中任何认识他们的人了解的那样。

我们买入股票帮助大都会筹集到收购美国广播公司（American Broadcasting Companies）的35亿美元。对于大都会而言，ABC是一家大公司，在未来的几年里其经济状况好像不会激动人心。这一点儿也没有使我们有些不安，我们很有耐心。（无论天资或努力有多大，一些事仅仅是需要时间：你不可能让九位妇女怀孕而在一个月里生出孩子。）

作为我们信心的证明，我们执行了一项独特的协议：在很长一段时期内汤姆，作为CEO（或是丹，如果他是CEO）投票决定我们的股票。这项协议是由查理和我，而不是汤姆发起的。我们还用各种不同的方法限制卖出我们的股票，这些限制的目的是为了保证，没有管理层的同意我们的股份不会卖给更大的股东（或者要成为大股东的人），这个协议与几年前我们在GEICO和《华盛顿邮报》发起的相似。

既然大块的股份通常要求高价，一些人可能认为，通过创造这种限制，我们已经从财政上损害了伯克希尔。我们的观点正好相反，我们认为这些公司——以及因此作为所有者的我们——的长期经济前景应由管理人员提高。有了这些适当的限制，我们已经与之密切合作的一流经理们就能够为了所有者，将他们的努力完全放在公司运作以及使长期价值最大化上。这当然比希望将公司置于"赌博中"的"旋转门资本家"让那些管理人员分心要好得多。（当然，一些经理将他们自己的利益置于公司及其所有者的利益之上，所以活该被弄得心烦意乱——但是，在投资的时候，我们尽量避免这种类型的经理。）

今天，公司的不稳定性在于拥有投票权的股票广为分散的必然结果。在任何时候，大股东能够抛头露面，通常装腔作势地说些安慰的辞令，却常常怀有不良意图。像通常做的那样限制我们的股票，我们想要提高其他方法可能缺少的公司稳定性。这种将优秀的经理人同优秀的公司结合在一起的必然，为金融大丰收提供了出色的土壤，这是管理人员在经济方面的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人性的一面同等重要。我们并不需要我们喜欢和敬佩的——以及那些已经欣然接受我们做出的重大经济托付的——管理人员因为我们的巨大所有权而永远睡不着觉，想着是否会有意外出现。我已经告诉他们不会有什么意外，而且这些协议有我掌管的伯克希尔的签字。这些签字还意味着，这些经理有公司的托付，所以不必担心我个人对伯克希尔事务的参与是否会过早地（我把这个词定义为任何少于三位数的年龄）结束。

我们以高价购买大都会的股票，反映出我们对近几年发展起来的媒体股票和媒体财产的相当大的热情（就一些财产购置而言，这种热情已经达到了狂热）。这不是买便宜货的地方。但是，我们对大都会的投资使我们可以与财产和人的优秀结合联姻——因此我们喜欢这个大规模参与的机会。

当然，考虑到你们的董事长，在聪明才智大爆发的情况下，于1978年至1980年以每股43美元的价格卖出伯克希尔在大都会的股份，你们中的一些人很可能想知道我们现在为什么要以每股172.50美元的价格购买同样的公司。预料到这样的问题，我花了1985年的大部分时间去找出一个调解这些行为的漂亮答案。

请再给点时间吧。

2.5 聪明的投资⊖

我们深感岿然不动是聪明之举。因为预料联邦储备委员会的贴现率的小幅变化，或是因为一些华尔街的博学家已经推翻了他们对市场的看法，我们和大多数公司经理都不会梦想狂热地交易高利润的子公司。所以，为什么我们非得对我们在优秀企业中的少数股权作出不同的表现？成功地投资于上市公司的艺术，与成功收购子公司的艺术没有什么差别。在那种情况下，你仅仅需要以合情合理的价格，收购有出色的经济状况和能干的，诚实的管理人员的公司。之后，你只需监控这些质量是否得到了维护。

实施这种类型的投资策略常常导致其实践者拥有可以代表他投资组合中绝大部分的几种证券。如果投资者采用买入一些杰出的大学篮球明星未来收益的，比方说，20%的股份，那么他也可以得到相似的结果。这些篮球手中的少数会

⊖ 短线分隔成的各部分：1996年，1999年，1997年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继续取得NBA明星的位置，而且投资者从他们身上获得的收入会很快在投资者总收入中占据主要地位。仅仅因为最成功的投资占据了投资组合中的绝大部分，就建议这个投资者必须廉价卖掉一部分，无异于建议芝加哥公牛队（Chicago Bulls）卖掉迈克尔·乔丹（Michael Jordan）⊖，原因是他在队伍中已经太重要了。

研究我们对子公司和普通股的投资时，你会看到我们偏爱那些不太可能经历重大变化的公司和行业。这样做的原因很简单：在进行两者中的任何一种投资时，我们寻找那些我们相信在从现在开始的10年或20年的时间里实际上肯定拥有巨大竞争实力的买卖。迅速转变的行业环境可能会提供巨大胜利的机会，但是它排除了我们寻找的确定性。

作为公民，我必须强调查理和我欢迎变化，新颖的想法，新式的产品，创新的生产流程和类似的东西使我们国家的生活标准得到提高，那肯定是好的。但是，作为投资者，我们对处在发酵过程中的行业的反应，与我们对太空探索的态度非常相似，我们会努力鼓掌欢呼，但宁愿跳过这种旅行。

显然，所有的公司都在或多或少地改变。今天，在许多方面See's与我们在1972年买进时有所不同：它提供各种糖果，使用不同的机器，而且通过不同的分销渠道进行销售。但是，为什么人们今天要买盒装巧克力，以及为什么他们要从我们这里而不是从别人那里购买，这些原因相比See's家族在20世纪20年代创建这家公司时实际上没有任何改变。而且，这些动机不太可能在下一个20年甚至50年中改变。

在可流通证券中，我们寻找相似的可预测性。以可口可乐为例：与可乐产品一起出售的热情和想像力已经在罗伯特·戈伊兹亚塔（Roberto Goizueta）的领导下急速成长，在为股东创造价值上，他已经完成了绝对惊人的工作。在唐·肯奥福（Don Keough）和道格·艾维斯特（Doug Ivester）的协助下，罗伯特重新考虑并改进了公司的方方面面。但是公司的基本面——可口可乐的竞争优势和绝佳的经济实质——多年来一直保持恒定。

最近我正在研究可口可乐1896年的年报（你还以为自己读的晚了）。那时，

⊖ 美国历史上最伟大的职业篮球运动员，曾带领公牛队赢得6次NBA（National Basketball Association）冠军。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管可口可乐已经是主要的软饮料，但它仅问世约10年，但是，它在下一个100年的蓝图已经勾画清楚。当时公司的总裁阿萨·坎德勒（Asa Candler）在汇报那一年14.8万美元的销售额时说："我们从未停止过我们的努力，向全世界说明可口可乐对于所有人的健康和美好感觉来说是一种商品，平价的卓越。"尽管"健康"可能已经做到，但是我喜爱今天——一个世纪之后——可口可乐仍然依靠坎德勒的基本主题。正如罗伯特现在说的那样，坎德勒接着说，"没有哪一种类似性质的商品，可以这样稳固地在公众的偏好中确立自己的地位。"顺便说一句，那一年的糖浆销售量，相比1996年的大约32亿美元，达到了116 492加仑。

我忍不住再引用坎德勒的一句话："大约从今年3月1日开始……我们雇用了10名与办公室定期联系的旅行销售员，这样我们就几乎覆盖了整个合众国的领土。"这是我想要的销售力量。

像可口可乐和吉列这样的公司很可能被贴上"注定必然如此"的标签。预测者们在预测这些公司在未来的10年或20年里到底会生产多少软饮料和剃须设备上可能略有差别。我们讨论必然性并不意味着贬低这些公司必须继续在诸如制造、销售、包装和产品领域内实现创新这样的重要工作。但是，最终没有哪位明智的观察家——甚至这些公司最强有力的竞争者，假定他们可以诚实地评估这件事——会怀疑，对于投资寿命而言，可口可乐和吉列会继续在其遍布世界的领域中占据主导地位。实际上，他们的主导地位很可能会增强。在过去的10年中，两家公司都已经极大地扩展了他们已经非常巨大的市场份额，而且所有的迹象表明在下一个10年中他们会再现这种业绩。

显然，许多在高技术领域或萌芽行业的公司，按百分点计算会比注定必然如此的公司发展得快得多。但是，我宁愿相信可靠的结果，也不愿意企盼伟大的结果。

当然，查理和我即便在寻觅一生之后，只能够鉴别少数注定必然如此的公司。领导能力本身提供不了什么必然性：看看许多年前通用汽车、IBM和西尔斯百货（Sears）所经历的震荡，所有这些公司都享受过很长一段表面上看来所向无敌的时期。尽管一些行业或者一系列的公司表现了赋予领导者实际上不能逾越的优势特征，以及倾向于建立一种几乎是自然法则的肥胖者生存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Survival of the Fattest）的特征，但大多数公司却没有。从而，对于每一家注定必然如此的公司来说，有许多骗子，即现在高高在上但容易受到竞争性攻击的公司。考虑到成为一家注定如此的公司的条件，查理和我认识到我们永远不能赶上蓝筹股50家（Nifty Fifty）㊀，甚至闪耀明星20颗（Twinkling Twenty）㊁。因此，对我们投资组合中的注定必然如此的公司，我们加上了几家"可能性高的公司"。

当然，即使是对于最好的公司，你也有可能出价过高。付钱过多的风险时常会显露出来，而且我们认为实际上对于所有的股票，包括那些注定如此的公司的买家来说，这种风险已经相当高了。在一个过热的市场中进行采购的投资者需要认识到，即使优秀公司的价值也可能常常要花一段相当长的时间才能赶上他们支付的钱。

如果一家伟大公司的管理人员，在收购其他马马虎虎或者更加糟糕的公司时，改弦易辙并且忽略了公司盈利颇丰的根基，那么一个严重得多的问题就会出现。出现这种问题时，投资者的苦难经历常常无休无止。不幸的是，这正是几年前可口可乐和吉列都曾出现过的问题。（你会相信几十年前他们曾在可口可乐培育小虾，并在吉列钻探石油吗？）当查理和我思量投资于总体看来优秀的公司时，失去重心最使我们感到担忧。一次又一次，我们在导致管理人员的注意力离开正道的傲慢或者无聊存在时，看到价值失去活力。但是，这不会再在可口可乐和吉列出现——不考虑到他们当前的和未来的管理人员。

* * * * * * * *

让我对你们自己的投资谈一些看法。大多数投资者，机构投资者和个人投资者，会发现拥有普通股的最佳途径是投资收费低廉的指数基金。那些走这条路的投资者肯定能够战胜绝大多数投资专家创造的净收益（扣除管理费和开支以后）。

㊀ 俚语。对1973~1974年的纽约股市大熊市前最热门的50只蓝筹股的称呼，它们曾创造过不可思议的天价。——译者注

㊁ 巴菲特创造的新词，与Nifty Fifty相对应，意指20世纪70年代美国的20只热门股。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，如果你选择建立自己的投资组合，那么有几种思想值得牢记。聪明的投资并不复杂，尽管说它容易也远不现实。一个投资者需要的是正确估价选中的公司的能力。注意这个词“选中的”：你不必成为每一家公司，或者许多公司的专家，你只需要能够对在能力范围内的公司估价。范围的大小并不十分重要：但是，了解它的边界必不可少。

要成功地进行投资，你不需要了解 β 值，有效市场理论，现代投资组合理论，期权定价，或者新兴市场。实际上，你最好对此一无所知。当然，这不是大多数商学院里盛行的观点，这些学科在商学院的金融课程中占有重要的地位。尽管，我们认为投资专业的学生只需要2门教授得当的课程——如何评估一家公司，以及如何考虑市场价格。

作为一名投资者，你的目标应当仅仅是以理性的价格买入一家有所了解的公司的部分股权，在从现在开始的5年、10年和20年里，这家公司的收益实际上肯定可以大幅增长。在时间的长河中，你会发现只有几家公司符合这些标准——所以一旦看到一家合格的，就应当买入相当数量的股票。你还必须忍受偏离你的指导方针的诱惑，如果你不愿意拥有一家股票10年，那就甚至不要考虑拥有它10分钟。把总的盈利会在未来几年中不断增长的公司聚集到一个投资组合中，那么这个组合的市场价值也会不断增加。

尽管很少被人认知，这正是为伯克希尔的股东产生无数利润的方法，多年来我们的收益快步增值，我们的股价也相应地上扬。如果这些收益的增加还没有成形，那么伯克希尔的价值就不会增加。

··········· ● ● ● ···········

我们有大笔投资的几家公司去年的业务令人大失所望，然而，我们相信这些公司仍然具有可以持续良久的重要竞争优势。这种有利于良好的长期投资成效的品质，是查理和我偶尔相信我们能够辨别的。然而，更常见的是，我们没有很高的把握。顺便说一句，这说明了为什么我们不拥有技术股的原因，尽管我们也同意通常的观点，也就是我们的社会将被技术公司的产品和服务所改变。我们的问题——我们无法通过努力学习来解决——是我们对技术领域的哪一位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参与者拥有真正持续的竞争优势毫无洞察力。

我们应当补充说，我们缺乏技术洞察力并没有使我们沮丧。毕竟，在许多业务领域查理和我都没有特殊的资产配置战场。例如制造过程或者地质勘探，若要评估其中的各种专利，我们没什么东西可以拿到台面上。因此我们就不对这些领域加以判断。

如果我们有一种力量，那么当我们在我们的竞争圈中运作平稳，而且当我们正在接近极限时，它正在得到识别。对于在快速变化的行业中经营的公司，预测它们的长期经济表现就超出了我们的极限。如果有其他人声称有在这些行业中的预测技能——而且看起来要通过股票市场行为印证他们的断言，那么我们既不妒忌也不效仿他们，相反，我们坚持做我们理解的事。如果我们迷路了，那也是太不留神，而不是因为我们好动或者用愿望代替了理性。幸运的是，几乎可以肯定，伯克希尔将永远有机会在我们已经立足的圈子内发达。

就在此刻，我们已经拥有的优秀企业的价格并不是那么吸引人。换言之，与企业的股票相比，我们对企业自身的感觉更好。这就是我们没有增加现有仓位的原因。此外，我们还没有按一种重要途径回过头来衡量我们的投资组合：如果在处于合适价格的问题企业和处于问题价格的合适企业之间做出选择，我们宁要后者。然而，真正吸引我们注意的是处于合适价格的合适企业。

我们对所持有证券的价格的保守，也适用于股票价格的总水平。我们从未预测股票市场在下个月或者下一年中会如何运行，而且现在我们也不做尝试。但是在1999年末股票投资者似乎对他们的未来收益期望过于乐观。

我们看到股份公司的利润增长在很大程度上与这个国家的成绩（GDP）密切相关，而且我们看到GDP按大约3%的实际速率增长。此外，我们已经假设了2%的通货膨胀率，查理和我对这个2%的准确性并没有特别的信心。然而，这是市场的看法：财政部通货膨胀防护证券（Treasury Inflation-Protected Securities，TIPS）比标准长期国债少收益约2个百分点，因而如果你们相信通货膨胀率比那个高，那么你就可能通过买入TIPS并放空国债中获利。

如果利润真的与GDP一同增长——以大约5%的速率，那么对美国公司的估价不太可能超出这个速率太多。接着再说红利，你从股票中获得回报，这些回报比大多数投资者在过去拿到的或者在未来期望的少得多。如果投资者的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期变得更加实际——他们当然不会这样——那么市场的调整有可能非常剧烈，尤其是在那些凝聚了太多投机的板块中。

总有一天，伯克希尔将有机会在股票市场中投下一大笔钱——我们对此充满信心。但是，正如歌中唱到的那样，“谁知道在何时何地？”同时，如果有人开始向你解释，在这个“被施了魔法”的市场中，那些真正疯狂的股票将会怎样，你或许会想起另一句歌词：“没智慧的人有理由，没理由的人有智慧。”

………… ● ● ● …………

当价格对公司和股票来说都高高在上的时候，我们尽力遵守泰德·威廉姆斯（Ted Williams）式的纪律。在他的著作《击球科学》（*The Science of Hitting*）中，泰德解释说，他把击球区切割成77个格子，每个格子都有棒球那么大。他知道，只有当棒球处在他的“最佳”格子中时，才能使他打出0.400的击球率；接到处于他的“最差”点——击球区的外下角——的球，使他的击球率减少到0.230。换言之，等待最合适的抛球，将意味着步入名人堂（Hall of Fame）；不分青红皂白地挥臂击球将意味着去小棒球联盟的车票。

如果他们全然不在击球区，那么我们现在看到的公司“抛球”就会打到外下角。如果我们挥臂击球，那么我们将锁定在低回报上。但如果我们今天让所有的球擦肩而过，也不能保证我们见到的下一个球更合乎我们的口味。也许过去有吸引力的价格是偏离正道的，而不是今天的足价。不像泰德，如果我们不打仅仅是落到击球区的三个抛球，我们也不会被叫出场；不过，只是站在那儿日复一日，等着球落在肩膀上，也不是有趣的想法。

2.6 雪茄烟蒂与习惯的需要㊀

引用罗伯特·本奇利（Robert Benchley）㊁的话，“让一条狗教孩子忠诚、坚持不懈，而且在倒地之前转上三圈。”这就是经验的缺点。然而，在犯新的错误前回顾一下过去的错误倒是个好主意。所以让我们快速回顾一下过去的25年。

㊀ 1989年。

㊁ 1889—1945，美国滑稽演员，幽默作家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，我的第一个错误是买下伯克希尔的控制权。尽管我知道它的业务——纺织制造——将来毫无指望，但是我仍然抵挡不住买进的诱惑，因为股价看起来很便宜。在我的早期生涯中，买入这样的股票有着相当合理的回报，直到伯克希尔出现的1965年，我逐渐意识到这种策略并不理想。

如果你以相当低的价格买进一只股票，那么通常公司的价值会有波动，给你机会以可观的利润脱手，尽管公司的长期表现可能极其糟糕。我称此为“雪茄烟蒂”投资法。大街上发现的仅剩一口可抽的雪茄烟蒂，可能冒不出一口烟，但是“买便宜货”却可以完全发掘那一口的利润。

除非你是一名公司资产清理人，这种买入公司的方法很可笑。首先，原来的“便宜货”很可能终究变得不那么便宜。在一家度日艰难的公司，一个问题还未解决，另一个又冒了出来——厨房里不会只有一只蟑螂。其次，任何你得到的初始优势很快会被公司得到的低回报侵蚀。例如，如果你用800万美元的价格买进一家能以1 000万美元出售或清算而且立即执行的公司，那么你可以实现高额回报。但是如果这家公司在10年后以1 000万美元的价格卖出，而且在此期间它每年只能挣得并派发相当于成本几个百分点的红利，那么这项投资就让人大失所望。时间是优秀企业的朋友，平庸企业的敌人。

你可能认为这个原则平淡无奇，但我却不得不以艰难的方式学习——事实上，我不得不学习好几次。就在买入伯克希尔以后，我通过购买后来并入伯克希尔的Diversified Retailing公司，收购了一家巴尔的摩（Baltimore）[⊖]的百货商店，霍士蔡尔德－孔翰（Hochschild, Kohn）。我按账面价值的很大折扣买进，那儿的人员一流，而且这笔交易包括一些额外的收益——未入账的不动产以及大量的LIFO库存。我怎能错过？哦!哦……——3年以后我幸运地以大约买进时的价格卖出了这家公司。在结束了公司与霍士蔡尔德－孔翰的婚姻之后，我的回忆就像一首乡村歌曲中的丈夫一样，“我的妻子跟我最好的朋友跑了，我仍然十分怀念他。”

我可以给你举出另一个“买便宜货”愚蠢行为的个人事例，但我相信你已经明白：以一般的价格买入一家不同寻常的公司，比以不同寻常的价格买入一家一般的公司要好得多。查理很早就明白了这一点；我是个动作缓慢的学生。

⊖ 美国东部马里兰州的城市和重要港口。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但如今，在买进公司或普通股时，我们会寻找有一流管理人员的一流公司。

• 这正好引入了一个相关的教训：优秀的骑士会在好马，而不是衰弱的老马上充分发挥。伯克希尔的纺织业务以及霍士蔡尔德－孔翰都由能干而且诚实的人运作。同样的经理若被有良好经济特性的公司雇佣，都会取得优异的成绩。但是当他们在流沙中奔跑时，却永远不会取得任何进步。㊀

我已经说过许多次，当以聪明才智闻名的管理人员对付以糟糕的经济状况闻名的公司时，原封不动的只会是公司的名声。我的行为已经与梅伊·韦斯特认可的一样："我是白雪公主（Snow White），但我四处漂泊。"㊁

• 另一个更相关的教训：慢慢来。在买入并管理大量不同的企业25年之后，查理和我还没有学会如何解决公司的顽症。我们已经学会的是如何避开它们，在这个程度上，我们已经非常成功，这是因为我们全神贯注于发现我们可以跨步走过的1英尺跨栏，而不是因为我们获得了越过7英尺跨栏的能力。

这种发现可能看起来不公平，但是在公司和投资两者中，只固守于那些简单明了的，通常比那些要解决困难的，利润要高得多。有时，棘手的问题必须像我们在布法罗设立星期日报时那样解决。在其他情况下，巨大的投资机会在杰出公司一度遇到可以解决的大问题时出现，就像许多年前美国运通公司（American Express）和GECIO的案例那样。然而，总的来说，通过躲避巨龙而不是杀死它们，我们已经做得更好。

• 我最惊人的发现是：在公司中的，一种我们可以称之为"习惯的需要"的看不见的力量压倒一切的重要性。在商学院里，我从未知道这种需要的存在，而且在我进入商界时，我还不能直观地理解它，那时我想，正

㊀ 见1.5节，关闭工厂的焦虑。

㊁ 白雪公主是沃尔特·迪斯尼公司1937年出品的动画片《白雪公主与七个小矮人》（*Snow White and the Seven Dwarfs*）中的主角。这是一部经典的动画片，片中的白雪公主是一个完美、高贵、纯洁的女孩，她有位总是对她干卑鄙勾当的恶毒的继母。梅伊·韦斯特为《白雪公主与七个小矮人》编写了台词。正如前文提到的那样，梅伊·韦斯特非常性感、有煽动性，她的这句台词是一个笑话，意思是她在出道时曾像白雪那样纯洁，但后来却是四处漂泊——正像白雪的命运那样，狂风将刚落地的雪花刮入角落和栅栏里。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

派的，聪明的而且有经验的管理人员会自动做出理性的业务决策。但是，长期以来，我意识到事实并非如此，相反，当习惯的需要起作用时，理性会屡屡枯萎凋谢。

例如：（1）好像受牛顿的第一运动定律的控制，在目前的方向上拒绝任何变化的习惯；（2）就像工作多得占据了所有可以利用的时间，公司项目或收购会逐渐吸收所有可以利用的资金；（3）任何领导的业务想法，无论是否明智，都会立刻得到属下准备的详细的回报率和战略研究的支持；以及（4）同行公司的行为——无论他们是在扩张、收购、支付管理层报酬或其他什么事情——都会被不动脑子地模仿。

是习惯的力量，而不是腐败或者愚笨，将公司置于这些方向，被引入歧途。在犯了一些因为我忽视了这种需要的力量而导致的昂贵错误后，我已经努力用减少其影响的方式组织和管理伯克希尔。此外，查理和我试图将我们的投资专注于那些警惕这种问题的公司。

- 在犯了其他一些错误之后，我学会了只与我喜欢、信任而且敬佩的人一起开展业务。正像我以前说明的那样，这个政策本身并不能确保成功：二流的纺织厂或百货店不会繁荣昌盛，仅仅是因为它的经理是那些你很高兴看到你的女儿嫁与的人。但是，一位所有者——或投资者——如果尽量将自己与那些处于像样的经济特征的业务中的人结合在一起，也能成就伟业。相反地，我们不希望与缺乏值得敬佩的品质的经理为伍，无论他们的业务前景多么妩媚动人。我们从未在与一个坏人的好买卖中获得成功。
- 我的一些最严重的错误并不为公众所注目，我没有买入那些我有所了解的公司和股票。错过一个人的能力范围之外的大好机会不是什么罪孽，但是，我已经错过几个本该是我的囊中之物而且我完全有能力理解的真正的大买进机会。对于伯克希尔的股东——包括我本人——来说，这种吮拇指的成本已经非常庞大。
- 我们一贯保守的财政政策可能看起来是一种错误，但我的观点并非如此。追溯过去，很明显，伯克希尔异常高的（尽管仍然是传统的）杠杆比率本可以产生远高于我们实际取得的23.8%的平均净资产回报率。甚至在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1965年，也许我们本可以在那时判断更高的杠杆比率导致好业绩的概率达99%。相应地，我们本可以看到某些外部的和内部的动荡因素只有1%的机会导致传统的债务比率使业绩下滑到介于暂时的痛苦和失败之间。

我们不喜欢这些99:1的赔率——永远不会。我们认为，苦恼或丢脸的小机会不会被超额回报的大机会抵消。如果你的行动合情合理，那么肯定能得到好结果；在绝大多数这类情况中，杠杆仅仅使事情运动得更快。查理和我从来没有急急忙忙：我们享受的过程远多于收益——尽管我们也学会了与之朝夕相处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章 普通股的替代品

除了持有3种长期普通股，我们还在自己的保险公司里持有大量的可流通证券。在挑选这些证券时，我们可以从5大类中选择：（1）长期普通股投资，（2）中期固定收益证券，（3）长期固定收益证券，（4）短期现金等价物，以及（5）短期套利行为（如在2.2节“套利”中讨论的那样）。

在从这几大类中选择时，我们没有特殊的偏爱。我们只是在其中持续挑选按“数学期望”衡量有最高税后回报的证券，这永远将我们限制在了我们认为可以理解的投资中。我们的标准与即刻使报告收益最大化无关；相反，我们的目标是让最终净价值最大化。⊖

3.1 垃圾债券⊜

近似懒惰的嗜睡症仍然是我们投资风格的基石：这一年，我们既没有买进也没有卖出过一股我们六种主要持股中的五种。惟一的例外是富国银行，这是一家我们曾将所有权刚好提高到10%——不经联邦储备委员会批准我们可以拥有的最高比例——以下的管理优良，收益丰厚的银行公司。大约1/6的仓位是

⊖ 引文，1978年；于1988和1989年再现，但无第一句话。

⊜ 短线分隔成的各部分：1990年；1990年威斯克财务公司（Wesco Financial Corporation）致股东的信，查尔斯 T. 芒格（Charles T. Munger）著。经许可重印。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1989年买进的，余下的是在1990年。

银行业务并非我们的偏好。如果资产是权益的20倍——这个行业的常见比率——那么仅涉及一小部分资产的错误就可能摧毁大部分权益。因此，在许多大银行里，错误，而不是例外，已经成了习惯。去年我们讨论过“习惯的需要”，即管理层不动脑子地模仿同行的行为，无论这样做是多么的愚蠢，大多数错误是由于我们说的这种管理上的缺点。在他们的借贷活动中，许多银行家以旅鼠（Lemming）[1]般的热情跟着领导走；现在他们正在遭受旅鼠般的命运。

由于20:1的杠杆扩大了管理的实力和弱点的影响，我们对以“便宜的”的价格买进一家管理不善的银行的股票毫无兴趣。相反，我们的惟一兴趣是以合理的价格买进管理优秀的银行。

对于富国银行，我们认为我们已经得到这种业务中最好的经理，卡尔·雷查德（Karl Reichardt）和保罗·黑森（Paul Hazen）。在许多方面，与卡尔和保罗的结合使我们想起了另一对结合——大都会/ABC的汤姆·莫菲和丹·伯克。第一，每一对都比他们两者之和要强，因为每个搭档都了解、信任并尊敬另一个。第二，两支管理队伍都对能者支付高薪，都憎恶人员臃肿。第三，两支队伍在盈利创纪录时，与他们处于压力之下时一样积极地降低成本。最后，两者都固守于他们了解的业务，并让他们的能力，而不是他们的自负，确定他们要做的事。（IBM的托马斯 J. 沃森爵士（Thoms J. Watson Sr.）[2]也曾遵守同样的规则：“我不是天才，”他说，“但在某几点上我很精明——所以我固守其中。”）

1990年我们买进富国银行受助于银行股市场的杂乱无章。这种无序是恰当的：月复一月，曾被人看好的银行的愚蠢的贷款决定被公开曝光。一个接一个的巨大损失被揭露出来——常常是紧跟在管理人员保证一切顺利之后——不难

---

[1] 一种主要生活在北美和欧亚极地圈内的小型啮齿动物，短腿、小耳朵、长软毛。在经过几年的优良成长环境和低死亡率之后，一个地方的旅鼠会从数量密集的中心向四面八方一波一波地迁徙。迁徙时，后面的旅鼠会跟着前面的旅鼠。挪威旅鼠的迁徙结局最为惨烈，许多旅鼠会跟着前面的旅鼠毫不犹豫地跳入大海中溺水而死。——译者注

[2] 1874—1956，美国工业家。1914年加盟IBM的前身计算—制表—记录公司（Computing-Tabulating-Recording Company）任总裁。1924年公司更名为IBM（International Bussiness Machines Corporation，国际商用机器公司）。1949年起，沃森任董事会主席。通过把公司向海外拓展，沃森把IBM发展成了一家年收入达数十亿美元的大公司。在他去世的时候，IBM的雇员超过60 000名，拥有1 500多项专利，制造大约6 000种不同型号的商用机械。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解，投资者最后断定任何银行的数字都不可信。在他们从银行股中抽逃资金的帮助下，我们以2.9亿美元——小于税后利润的5倍，而且小于税前利润的3倍——的价格买入我们在富国银行10%的股份。

富国银行规模庞大——有560亿美元的资产——而且盈利已经超过股东权益的20%以及总资产的1.25%。我们买进这家银行的10%相当于买进一家有完全相同的财政特征的50亿美元资产的银行的100%，但是，如果买入这样的银行，我们就不得不付出2倍于我们付给富国银行的2.9亿美元的资金。而且，那家要求高溢价的50亿美元的银行会给我们带来另一个问题：我们不能找到一位卡尔·雷查德来经营它。在最近几年中，富国银行相比银行业务中的其他公司更贪心地招募管理层，但是，谁也不能雇佣老前辈。

当然，一家银行的所有权——或其他任何公司的所有权——远不是毫无风险的。加利福尼亚的银行面对一场大地震的特殊风险，这可能会在借款人中造成大混乱，破坏贷款给他们的银行。第二是系统风险——业务萎缩或者金融恐慌严重到几乎威胁每一家以高杠杆比率经营的机构，而无论他们运转得多么明智。最后，当前市场上最主要的担心是，西海岸的不动产价值会因为建造过多而暴跌，并给为这种扩张提供财政资助的银行带来巨大的损失。因为富国银行是一家主要的不动产放贷人，因此人们认为它特别容易受伤。

不能排除发生这些事情的可能性。但是，头两种情况出现的可能性很小，甚至不动产价值的大幅下跌也不可能给经营有序的金融机构造成重大的问题。考虑一组数学运算：目前，在剔除了3亿美元以上的贷款损失后，富国银行每年的税前盈利远远超过10亿美元。如果银行所有480亿美元的贷款中的10%——不仅仅是其不动产贷款——在1991年出现问题，而且这些既成的损失（包括被放弃的利息）平均占本金的30%，那么这家公司甚至也能勉强逃脱。

像这样的一年——我们认为这种可能性很低，而不是很高——不会使我们痛苦。实际上，在伯克希尔，我们喜欢收购在一年内产生不了回报的公司，或者投资于在一年内产生不了回报的资本项目，但之后我们希望其盈利达到不断增长的股东权益的20%。然而，对加利福尼亚遭受类似于在新英格兰地区出现过的不动产灾难的担忧，导致富国银行的股票在1990年的几个月内下跌了几乎50%。尽管如此，我们已经以高出那次下跌前的价格买了一些股票，我们欢迎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场下跌，因为它使我们能以新的，恐慌的价格拣到更多的股票。

希望在整个一生中成为金融投资不间断的买家的投资者，必须对市场波动采取一种相似的态度；相反，许多投资者不合逻辑地在股票价格上涨时心情愉快，而在下跌时闷闷不乐。在对食品价格的反应中，他们不会表现出这样的混乱：知道自己永远是食品的买家，他们欢迎不停下跌的价格，谴责价格上涨（只有食品的卖家不会喜欢一路下降的价格）。相似地，在《布法罗晚报》我们会为新闻纸的价格走低喝彩——即使那可能意味着要把我们总在手头留着的大量新闻纸库存的价值标低——因为我们知道我们将不断购买这种产品。

只要我还活着（如果伯克希尔的董事参加我已经安排好日程的会议，那么会更长），我们就会年复一年地买进公司——或公司的一小部分——股票。考虑到这些目的，下跌的公司价格使我们受益，而上涨的价格使我们受损。

低价格最常见的起因是悲观主义——有时是四处弥漫的，有时是一家公司或一个行业所特有的。我们要在这样一种环境下开展业务，不是因为我们喜欢悲观主义，而是因为我们喜欢它造成的价格。乐观主义才是理性投资者的大敌。

但是，这不意味着仅仅因为一家公司或一只股票不受欢迎就买进它是明智之举，买冷门股的方法如同随大流的策略一样可笑。不幸的是，伯特兰·罗素（Bertrand Russell）⊖对生活的观察总体来说对金融界有强大的适用性："大部分人宁愿死也不愿思考。许多人的确如此。"

* * * * * *

去年，我们其他重要的投资组合变化是增加了RJR纳贝斯克公司债券的仓位。我们在1989年末首次买入这种证券，到了1990年底，我们已经有4.4亿美元投资在这些证券上，市值大概如此（但是，在我写这篇文章时，它们的市值又增加了1.5亿美元）。

⊖ 1872—1970，英国逻辑学家兼哲学家，以数理逻辑研究，以及社会和政治活动，包括提倡和平主义和核裁军著称于世，曾获得1950年度的诺贝尔文学奖。主要著作有《数学原理》（*Principia Mathematica*）和《西方哲学史》（*A History of Western Philosophy*）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就像买进银行的股票一样，我们并不常买入低于投资级的债券。但是，使我们感兴趣的机会，而且还是大到足以对伯克希尔的盈利产生真正价值冲击的机会，非常罕见。因此，我们将着眼于任何类型的投资，只要我们可以理解我们投资的公司，并且相信价格与价值可能差别很大。（伍迪·艾伦在另一篇文章中曾指出过思想开放的优势："我不能理解为什么更多的人不是两性的，因为它使你在星期六晚上的机会增加了一倍。"）

过去，我们已经成功地买过几种低于投资级的债券，尽管都是些过时的"堕落天使"——最初是投资级的，但在发行人日子不好过时被降了级的债券。

20世纪80年代，一种退化了的堕落天使在投资场景中突然出现——在发行时就大大低于投资级的"垃圾债券"。在10年的发展中，新发行的粗制滥造的垃圾债券变得更加垃圾，所以可以预见的结果最终发生了：垃圾债券印证了它们的名字。在20世纪90年代——甚至在经济衰退打击它之前——金融界的天空因为布满了衰败公司的尸体而变得阴暗。

负债的信徒曾向我们保证，这种崩溃不会发生；我们被告知，巨大的债务将使营运管理人员前所未有地关注他们努力的成果，好像人们期望一把镶嵌在轿车方向盘上的匕首可以使其驾驶员极为谨慎地行驶一样。我们承认，这样的一种注意力集中装置会产生非常警觉的驾驶员，但是，如果轿车撞上甚至是最小的坑洞或者薄冰，那么另一个确定的后果将是致命的——而且是不必要的——事故。公司的道路上到处都是坑洞，一种要求躲避所有坑洞的计划是一种彻底失败的计划。

在《聪明的投资者》的最后一章，本·格雷厄姆强烈反对这种匕首理论："将稳健投资秘诀提炼为3个词（Margin of Safety），我们大胆地说出这句座右铭：安全的空间。"在阅读此书24年之后，我仍认为这是正确。投资者未能留心这条简单的信息，导致他们在90年代开始的惊人损失。

在债券狂热发行的最高峰，资产结构必定破产：在一些情况下，债券发行过多，以至于即便是最喜人的公司盈利也不足以产生现金支付本息。过去几年中，一种特别令人震惊的"扼杀在萌芽状态"的情况牵涉到收购坦帕（Tampa）[⊖]的一家债券到期的电视台，买入时附带的太多的债务利息超过了电

⊖ 美国佛罗里达州港口城市。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视台的总收入。即使你假定所有的劳力、节目和服务都被捐赠出来而不是买进，这种资产结构也要求收入激增——否则这家电视台注定破产。（许多这种用来资助收购的债券卖给了现在已经倒闭的储贷社；作为纳税人，你正在拾起这种愚蠢行为的标牌。）

所有这些在今天看起来都不可能发生。但是，当这些不良行为进行时，卖匕首的投资银行家们展示其“精深的”学术研究，这些研究报告说，在过去的几年里，从低级债券上获得的高利率远远可以补偿它们的高违约率。因此，亲切的垃圾债券推销人员说，垃圾债券的分散投资组合会比高级债券的投资组合产生更高的净利润。（小心金融界历史业绩的“证据”：如果历史书是致富的关键，那么《福布斯》400大富翁将都是图书管理员。）

这是推销员逻辑中的一点瑕疵——统计专业的一年级学生将要学习识别的那种瑕疵。人们假定新制造出来的垃圾债券的范围与低级的堕落天使一样，因此，后者的违约经历对于预测新债券的违约经历意味深长。（这是一种类似于在喝下琼斯镇（Jonestown）[一]的毒酒之前，就检查因饮用酷爱（Kool-Aid）[二]导致的历史死亡率的失误。）

在几个重要的方面两者当然有所差别。对经营者来说，堕落天使的经理几乎总是向往恢复到投资级的地位，并朝这个目标努力。但是，垃圾债券的经营者通常完全是另一种类型，就像吸食过海洛因一样，他不是把精力放在寻找治愈其满身债务的良方上，而是放在寻找另一次毒品注射上。此外，管理典型的堕落天使的管理层的受托人敏感性，比那些——尽管并不总是——发行垃圾债券的金融变态者（financiopath）[三]的受托人敏感性成熟得多。

华尔街对这种差别毫不关心，通常，华尔街对一种想法的热情不是与它的优点，而是与它能创造的收入成正比。那些不关心这种差别的人，把堆积如山

[一] 位于圭亚那西北部，靠近委内瑞拉的边境，是前人民圣殿教（People' s Temple）公社的所在地。1978年11月18日，人民圣殿教的创始人兼领袖吉米·琼斯（Jim Jones）命令他的信徒饮用含有氰化物的潘奇酒（Punch，一种果酒）自杀，共造成913人死亡（其中包括276名儿童），酿成震惊世界的琼斯镇大屠杀惨案，吉米本人也饮弹自尽。人民圣殿教公社就此结束。——译者注

[二] 美国卡夫食品公司（Kraft Food）生产的一种有70多年历史的果汁饮料。——译者注

[三] 巴菲特造的新词，源自英语中的精神变态者（Psychopath）一词。巴菲特用这个词的幽默之处在于可能会有这样的金融变态者，在金钱、金融或投资方面性格失调。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的垃圾债券卖给了那些不思考的人——因此两种人比比皆是。

甚至在价格常常是发行价一个小零头的情况下，垃圾债券仍是一座矿区。正如我们去年说的，我们从未买过新发行的垃圾债券。（惟一买进它们的时候是在日历上没有的那一天）但是，既然它处在混乱之中，我们愿意在这个矿区中寻觅。

至于RJR纳贝斯克，我们认为这家公司的信用暂时比人们通常理解的要好得多，而且我们得到的收益率，与资本收益的潜力一样，远远可以补偿我们遭受的风险（尽管风险远远不是零）。RJR已经以有利的价格卖掉了资产，增加了大量的股东权益，而且总的来说经营平稳。

但是，在我们勘测这块矿区时，大多数低级债券看起来仍然没有吸引力。20世纪80年代华尔街的这种手工艺品甚至比我们认为的还要差，许多重要的公司已经受到了致命的创伤。尽管如此，我们将继续在垃圾债券市场不断瓦解的同时寻找投资机会。

••••••••••• • • • •••••••••••

将Wesco的方法（为了在每笔交易中更富于技巧而采用的经深思熟虑的集中投资）与多年来迈克尔·米尔肯（Michael Milken）⊖发明的垃圾债券促销法相比是很有意思的。米尔肯的，得到许多金融教授的理论支持的方法认为

⊖ 1946—。美国金融家。1971年，他成为德莱克索尔·伯汉姆·兰伯特公司债券交易部的头儿。他发现了垃圾债券——即通常由小型的，新成立的公司发行的非投资级债券——的巨大潜力。尽管垃圾债券的收益率比投资级债券的收益率高出许多，但由于违约率高，因而大机构投资者认为其风险太大。米尔肯的研究表明，垃圾债券相对它们的高收益率来说，其违约率是可以接受的，所以他开始说服越来越多的机构投资者购买垃圾债券。米尔肯巨大的，力量不断增强的垃圾债券网曾促进了20世纪90年代的公司兼并狂潮。到了20世纪90年代末，垃圾债券的市场已发展到1 500亿美元的规模，而德莱克索尔公司也成了美国主要的财务公司。米尔肯经手的交易至少创造了一半的公司利润，而他本人的工资也从1970年的25 000美元跃升至1987年的5.5亿美元——当时最高的年收入。但是，1986年，德莱克索尔公司的一位客户，即本书前文提到的伊万·波伊斯基被判有内幕交易罪，而他暗指米尔肯和德莱克索尔公司参与了他的非法金融交易。1988年，米尔肯和德莱克索尔公司被控证券欺诈。是年末，德莱克索尔公司与美国政府达成协议，同意缴纳6.5亿美元的罚金，而米尔肯也于1989年离开了公司。失去了米尔肯的控制，垃圾债券网的发行人和买家分崩离析，垃圾债券市场也就此崩溃，这导致了德莱克索尔公司于1990年倒闭。同年，法庭认定米尔肯犯有6次证券欺诈，他被判入狱10年，处罚金6亿美元，并永远不得从事证券业务。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）在投资者因忍受价格的易变性（投资成果的大幅摆动）而得到额外报偿的世界里，市场价格是有效率的；（2）因此，新发行的垃圾债券进入市场的价格从概论的意义（意味着允诺的高利率弥补了提高了的统计上的损失预期）上说是公平的，而且还提高了用来弥补易变性的凸现的某种回报升水；（3）所以，如果一家储贷社（或其他机构）未经大量调查就购买米尔肯新发行的垃圾债券的一大部分来安排分散投资，那么这家储贷社将在有“开赌场”优势的情况下，使自己进入到稳定的超过平均收益的赌场老板的位子上。眼下，这种推理已经在受到真正信徒治理的，通过购买米尔肯的“债券”来支持他们结论的机构中产生了浩劫。与这种推理相反，在大多数情况下，广泛的分散投资于这种“债券”，已经导致了凄凉的结果。我们都可以理解，为什么米尔肯要这样做，以及为了维持一种持久的自我形象而相信不得不相信的东西。但我们怎么能理解，为什么其他人也相信，米尔肯收取了5%的佣金把“债券”的买家置于拉斯·维加斯（Las Vegas）的赌场之中？我们想是这个缘故：许多愚蠢的买家和他们的顾问曾受到那些将心爱的投资模型（有效市场理论和现代投资组合理论）推行得离谱的金融教授的训练，同时忽略了其他本可以发出危险警报的模型。这是一种常见的“专家型”失误。

3.2 零息债券[㊀]

伯克希尔曾发行过本金总额为9.026亿美元的零息可转换次级债券（Zero-Coupon Convertible Subordinated Debenture）[㊁]，这些债券目前在纽约股票交易所（New York Stock Exchange，NYSE）挂牌交易。所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）以极好的方式处理了承销工作，给我们提供了有益的建议和无可挑剔的技巧。

当然，大多数债券要求定期支付利息，通常是每年一次。相反地，零息债券并不支付利息；而使投资者通过以到期价值的很大折扣买入证券来获得收益。它的有效利率取决于最初的发行价格，到期价值，以及发行日与到期日之间的时间长度。

㊀ 1990年。
㊁ 次级债券是对企业资产与收益的索取权低于其他级别债权的长期无担保债务凭证。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我们的案例中，债券以到期价值的44.314%的价格发行，15年后到期。对于购买债券的投资者来说，这在数学上等同于每半年支付的5.5%的复利。因为我们在一美元上仅收到了44.31美分，所以我们从这次发行中获得的实收金额是4亿美元（扣除大约950万美元的发行费用）。

债券按10 000美元的面值发行，每张债券可以转换成0.4515股伯克希尔·哈撒韦公司的股票。由于一张10 000美元债券的成本是4 431美元，这就意味着每股伯克希尔股票的转换价格是9 815美元，相对当时的市场价格有15%的溢价。伯克希尔可以在1992年9月28日以后的任何时间按它们增长后的价值（最初的发行价加上每半年5.5%的复利）赎回债券，而且在两个特定的日子里——1994年9月28日和1999年9月28日，债券持有人可以要求伯克希尔按它们增长后的价值赎回该证券。

为了税金的目的，伯克希尔每年有权降低按5.5%增长的利息，即使如此我们也不必向债券持有人支付任何款项。因此，减少的税收对我们产生的净效用是正的现金流，这是一种非常重要的利益。某些不可知晓的变数使我们不能精确地计算出有效的利率，但是在任何情况下它都大大低于5.5%。与此同时，对税法来说也是对称的：任何应纳税的债券持有人必须每年按5.5%的利息纳税，即使他根本没有收到现金。

我们的债券以及去年某些其他公司（尤其是劳易斯公司（Loews）和摩托罗拉公司（Motorola））发行的类似债券，都不像在最近几年大量发行的零息债券。对于这些债券，查理和我已经成了，而且将来也继续是，直言不讳的批评家。正如我后来会解释的那样，这些债券以最具欺诈性的方式被利用，而且给投资者造成了致命的后果。但在我们着手对付那个主题之前，让我们回到亚当（Eden）的时代，回到那个苹果还没有被咬过的时代。

如果你和我差不多大，那么通过买进著名的E系列美国储蓄债券（Series E U.S. Saving Bond）——历史上发行最广泛的债券——你就能在第二次世界大战期间拥有你的第一种零息债券。（战后，每两个美国家庭中就有一个持有这些债券。）当然，没有人称E系列是一种零息债券，实际上我怀疑那时是否已经发明了这个术语。但这正是E系列的本质。

这些债券已低达18.75美元的面值发行，这个数额买入了美国政府10年后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到期的25美元的契约，这个价格给了购买者2.9%的年复利。当时，这是一种有吸引力的债券：2.9%的利率高于通常美国政府债券的利率，而且持有者不必面对市场波动的风险，因为在任何时候他能以微小的利息损失为代价兑现他的债券。

零息美国国库券的第二种形式，也是良性的和有用的形式，在过去10年中出现。普通债券的一个问题是，即使它支付了给定的利率——例如10%——也不能保证持有人实现复利为10%的收益。对那种要实现的收益而言，每张半年的息票必须在收到的时候以10%的复利再投资。如果当期利率，比如说，在这些息票到期的时候仅有6%或7%，那么持有人就不能以广告中说的利率在债券的生存期内以复利计算他的钱。对于持有长期债券养老基金和其他投资者来说，这种类型的“再投资风险”（Reinvestment Risk）可能是一个严重的问题。储蓄债券，除了仅向个人投资者发行而且面额小以外，本已解决了这个问题。大买家需要的是大量的“储蓄债券等价物”。

既然如此，一些足智多谋，大有帮助的投资银行家（我很高兴地说，是由所罗门兄弟公司领导的）开始介入。他们通过把半年的息票从标准的政府债券中“拆离”（Strip），创造出一种希望中的金融工具。每一张息票一旦分开，就有了储蓄债券的本质特征，因为它代表在未来某时到期的单一金额。比如，如果你把40张半年息票从将于2010年到期的美国政府债券中拆离，那么你就有了40张零息债券，它们的到期日从6个月至20年不等，每一种债券都能因此与其他有相同到期日并在市场中交易的息票绑定。如果对于所有到期的债券来说目前的利息率是10% ，那么6个月期的债券将按到期价值的95.24%出售，20年期的将按14.20%的价格出售。因此，任何给定到期日的买家可以在他的整个持有期内保证获得10%的复利。在最近几年，政府债券的息票拆离大规模地涌现，因为从养老基金到个人退休账户（Individual Retirement Account，IRA）的长期投资者，认为这些高级别的零息债券最适合他们的需要。

但正如在华尔街经常发生的那样，智者开头，愚者结尾。在过去几年中，零息债券（以及它们的功能等价物，实物付息债券（Pay-in-kind Bond，PIK Bonds），它每半年支付一次额外的PIK债券作为利息代替支付现金）以各种永远垃圾般的信用大量发行。对于这些发行者来说，零息（或者是PIK）债券提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供了一种压倒一切的优势：不可能因为许诺分文不付而违约。实际上，如果不发达国家（Less-developed Country，LDC）的政府在20世纪80年代除了长期零息债务之外没有发行任何债券，那么作为债务国他们现在就会有毫无瑕疵的记录。

这种正在起作用的原则——如果你庄严地承诺在很长一段时间内分文不付，那么在很长一段时间内你就不会违约——并没有在寻求资助的永远摇摆不定的交易的促销员和投资银行家中消失。但是，它被贷方所接受曾花费了一段时间：当几年前杠杆收购的狂热开始盛行的时候，收购者只能在一种相当稳定的基础上借贷，在这种基础上保守估计的自由现金流——即，营业收入加上折旧和摊销，再减去正常的资本开支——注意支付利息和适度地减少债务。

后来，因为交易制造商（Deal-maker）肾上腺素的大量分泌，企业开始以很高的价格被收购，以至于所有的自由现金流都不得不被分配来支付利息，那就没有留下多少现金偿还债务。结果，借款人对于本金偿还就走到了郝思嘉（Scarlett O'Hara）⊖的"还是留给明天去想吧"的位置上，而且新一代的借款人——最初发行的垃圾债券的买家——也接受了这个观点。现在，债务成了一种人们可以为之再筹集资金，而不是偿还的东西。这种变化使人想起一部名为《纽约人》（New Yorker）的卡通片，感激不尽的借款人站起来握着银行借贷部官员的手，动情地说："我不知道如何才能还钱给你"。

很快，借款人发现即使是新的，宽松的标准也有难以忍受的约束力。为了诱使贷款人为更加玉成的交易提供资金，他们引入了一种令人厌恶的东西，EBDIT——折旧、利息以及税前的盈利（Earnings Before Depreciation, Interest and Taxes）——作为对一家公司支付利息能力的测试。用这种低的评价标准，借款人忽略了折旧作为理论上的一种费用，并不要求花费当期的现金。

这种态度明显有欺骗性。在95%的美国公司中，长久以来大约相当于折旧的资本支出是一种必需品，就像劳动力成本或效用成本那样，是一种真正的费用。就连一名高中辍学生都知道，为了给买车筹集资金，他必须有不仅可以支付利息和操作费用的收入，而且还可以支付实际计算出来的折旧。如果他开始

⊖ 美国女作家玛格丽特·米切尔（Margaret Mitchell）的小说《飘》（*Gone With The Wind*）中的女主人公。郝思嘉是一个喜欢拖延的人，她总爱说"还是留给明天去想吧"。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



谈论EBDIT，那么他可能会在别人的嘲笑声中离开银行。

当然，一家企业的资本支出在任何给定的月份是可以跳过的，就像一个人可以一天甚至一星期不吃饭。但是，如果这种跳跃成了一种惯例，而又没有得到补充，身体就会削弱并最终死亡。此外，相比稳定的饮食，吃吃停停的进食方法时间一长会使器官、人体或公司的健康受损。作为商人，查理和我喜欢那些不能为资本开支提供资金的竞争对手。

你可能会想，为了使一笔糟糕的交易看上去完美无缺，略去一项像折旧这样的重大开支，已经达到了华尔街智谋的极限。如果是这样，在过去几年中你一直没有多加注意，创办人需要发现一种为高价收购辩护的途径，否则，他们就会冒险——上天不容——失去与其他更有“想像力”的创办者的生意。

因此，一步一步地深入下去，创办人和他们的投资银行家声称，EBDIT现在只能用来衡量现金利息，这就意味着，在零息债券或者PIK债券上累积而成的利息，在评估一笔交易的财务可行性时可以被忽略。这种方法不仅将折旧费用抛进了让我们忽略它的角落里，而且给通常是一大部分利息开支的东西相同的待遇。丢脸的是，许多专业的投资经理也赞同这种毫无价值的东西，尽管它们通常小心地使用客户的钱，而不是他们自己的钱这样做。（称这些管理人员是“专业人士”实际上是太客气了；他们应当被定名为“promotees”。）

在这种新的标准下，一家，比方说，有1亿美元的税前收益并有9 000万美元 必须当期支付的利息的负债企业，可以发行一种零息PIK债券，带来另一笔将不断累积并复合增长但在几年内不会到期的6 000万美元的年利息。这些债券的利率通常非常高，这意味着到了第二年负债的形式可能会是9 000万元的现金利息外加6 900万美元的累积利息，并因复利的逐步产生而如此延续。这种在几年前还会被适当地限制在门外的高利率再借款方案，事实上在所有大的投资银行中很快成为了金融模型。

在发行这些证券时，投资银行家表现出了他们幽默的一面：他们将5年甚至更长的收益和资产负债表的预测分配到了他们仅仅在几个月前才听到的公司的未来中。如果他们向你出示这种日程表，我建议你也加入嬉戏：问投资银行家要几份他们公司在几年前起草的一年期财政预算，然后把这些预算与实际的开支相比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一段时间以前，肯·加尔布雷恩（Ken Galbraith）在他诙谐风趣、见解深刻的作品《大崩盘》（The Great Crash）中创造了一个新的经济术语："侵吞额"（Bezzle），定义为当期尚未被发觉的盗用金额。这个金融术语有着迷人的性质：盗用钱款的人因尚未被发觉盗用而变得富有，而被盗用的人还没感到贫穷。

加尔布雷恩教授精明地指出，这笔钱应当加到国民财富中（National Wealth），以使我们可以知道精神上的国民财富（Psychic National Wealth）。逻辑上，一个需要感受巨大繁荣的社会，不仅会鼓励其公民盗用公款，而且努力避免发现犯罪。用这种方法，尽管没有做过一尔格富有成效的工作，"财富"也会膨胀。

受到讽刺的侵吞的愚蠢行为，与现实世界中零息债券的愚蠢行为相比，真是相形见绌。有零息债券，合约的一方可以感受"收入"，而不必反过来感受支出的痛苦。在我们的例子中，一家每年只能够盈利1亿美元的公司——因此也只能支付这个数额的利息——神奇地为债券持有人创造了1.5亿美元的"盈利"。只要大投资者愿意披上他们彼得·潘（Peter Pan）㊀的翅膀，而且重复说"我相信"，那么通过零息债券可以创造的"收入"数量就没有限制了。

华尔街以不太开化的人为轮子和耕犁保留的那种热情欢迎这种发明。最终，这世上就有了一种能让华尔街以不再受实际盈利能力限制的价格进行交易的金融工具。显然，结局将是更多的交易：愚蠢的价格总是能够吸引卖家。而且，就像杰西·安若（Jesse Unruh）㊁已经定义的那样，交易是金融界的母乳。

对于创办人和投资银行家来说，零息债券或PIK债券拥有另一种吸引力，即愚笨与违约间流逝的时间可以被延续。这不是什么小利。如果在必须面对所

㊀ 英国戏剧家兼小说家詹姆士·巴里爵士（Sir James Barrie，1860—1937）笔下的人物，他认为只要他相信自己会飞，他就能飞。彼得·潘最早出现在巴里爵士1902年出版的小说《小白鸟》（*The Little White Bird*）中。1953年这部小说被沃尔特·迪斯尼公司改编成动画片。彼得·潘以"拒绝长大的男孩"闻名，他相信所有的事都是可能的，只要你相信它们是可能的就行（而成年人知道这是不可能的，尤其是关于飞人、精灵和永远不长大）。这样用，巴菲特是在说，相信零息债券能够创造其他债券不能创造的收入，就像你相信自己会飞的时候就会飞一样。——译者注

㊁ 20世纪60年代至80年代美国加利福尼亚州重要的政治家，在谈到美国的政治竞选（如总统选举、参议员选举和其他官员的选举）时曾说过一句名言"金钱是政治的母乳"（Money is the mother's milk of politics）。他的意思是驱动政治家（就像给婴儿营养的是母乳那样）的是给候选人和其他官员的金钱，而这种金钱与政治的联系会导致腐败。这样用，巴菲特是在说，驱使投资银行家并给他们"营养"的是"交易"（Transactions）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有成本之前的时期足够长，那么创办者就可以在任何一只鸡从先前的冒险中回家歇息前创造另一串愚蠢的买卖，并接受大笔的酬劳。

但最终，炼金术——无论是冶金上的还是金融上的——失去了作用。通过会计或者资本结构的把戏，不可能把毫无价值的公司转型成金子般灿烂的公司。要成为金融炼金术士的人可能会富有，但是，容易受骗上当的投资者，而不是公司的业绩，通常是他财富的来源。

无论他们的缺点如何，我们应当补充说，许多零息债券和PIK债券不会违约。实际上，我们也拥有一些这样的债券，而且如果他们的市场价格足够低，我们可能会再买一些。（但是，我们从未考虑过购买新发行的，信用等级低的债券。）没有哪种金融工具本身是邪恶的：只是某些变种造成危害的潜力远比其他的大。

第一流的危害制造者，是那些不能在当期支付利息的零息债券发行人。我们的建议是：每当投资银行家开始谈论EBDIT时——或者每当有人创造一种不能使充裕资本支出的净当期现金流顺利达到利息总额（包括应当支付的和累积的）的资本结构时——快点拉上你的钱包。用建议创办者和他高薪聘请的随行人员接受零息债券的酬金转变形势，在零息债券完全付清以前不让他们拿走酬金。然后看看对这比买卖的热情还能持续多久。

我们对投资银行家的解释可能看起来非常刺眼。但是查理和我——用我们无可救药的老办法——相信他们应当扮演一种看门的角色，保护投资者以防创办人过度放纵的习性。毕竟，在整个期间创办人在接受钱财时已经作出了与酒鬼在接受烈酒时相同的判断和克制，因此，在最低限度上，银行家的行为应当升级到一个有责任感的酒保的行为，在必要的时候，酒保会拒绝下一杯酒的利润，以免将一个醉汉送上高速公路。不幸的是，在最近几年，许多主要的投资公司已经发现酒保的道德观是一种无法忍受的限制标准。近来，那些已经在华尔街的高速公路上行驶过的人，还没有遇上重大的交通事故。

再来一个令人痛苦的补充：零息债券愚蠢行为的成本不会被直接的参与者单独承受。某些储贷社曾是这些债券的大买家，他们使用来自经联邦储蓄贷款保险公司（Federal Savings and Loan Insurance Corporation，FSLIC）的存款中的现金。为了尽力展现辉煌的盈利，这些买家记录了——但不是收到了——从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些债券上获得的超高的利息收入。许多这些储贷社现在有了大麻烦。如果他们给那些信用不可靠的贷款行得通，那么储贷社的所有者就已经把利润装入了口袋。在许多贷款无法收回的情况下，纳税人会拾起账单。解释杰克·梅森（Jackie Mason）[⊖]的意义在于，在这些储贷社中，他属于那种本来应该戴上滑雪面具的经理。

3.3 优先股[⊜]

我们只与那些我们喜欢、敬佩而且信任的人合作。所罗门公司的约翰·盖特弗伦德（John Gutfreund），吉列公司的小科尔曼·蒙克勒（Colman Mockler,Jr.），美国航空公司（USAir）的埃德·克劳德尼（Ed Colodny），以及冠军纸业（Champion）的安迪·希格勒（Andy Sigler）肯定都达到了我们的标准。

反过来，他们展示了对我们的信心，在每种情况下坚持我们的优先股在一种完全可转换的基础上有不受限制的投票权，这种安排与公司的财务标准大相径庭。结果，他们相信我们是明智的，考虑长远利益而不是眼前利益的所有者，正如我们相信他们是明智的，将长远利益与眼前利益同等考虑的经理。

如果行业的经济状况阻碍了我们所投资的公司的业绩，那么我们已经协商好的优先股结构，将给我们带来平平的效果，但如果他们可以获得能与美国工业总体状况相匹敌的回报，那么这种结构将能为我们带来相当有吸引力的效果。我们相信，吉列公司在科尔曼的管理下，将可以远远超过那种回报，而且相信约翰、埃德和安迪将达到目标，除非行业状况异常恶劣。

在几乎任何条件下，我们希望这些优先股返还我们的投资外加分红。然而，如果那是我们得到的全部，这种结果将令人失望，因为我们将会放弃灵活性，因而错失某些在下个10年中必然会展现在他们面前的重要机会。在那种局面下，我们将只能在典型的优先股对我们没有任何号召力的时候获得一种优先股的收

⊖ 美国喜剧演员，曾嘲笑戴着滑雪面具以掩盖身份的抢劫银行的歹徒。这样用，巴菲特是在揶揄，这些银行（和储贷社）的经理们，如果把银行的钱投入到高风险的垃圾债券中，就是抢银行的强盗。因而，经理们就像强盗那样戴着滑雪面具。——译者注

⊜ 短线分隔成的各部分：1989年，1994年，1996年，1990年，1995年，1997年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益。伯克希尔能够从其4种优先股权中获得令人满意的成果的惟一途径是，让这些被投资公司的普通股表现良好。

如果要出现这种情况，就需要有优秀的管理人员以及至少可以忍受的行业状况。但是我们相信伯克希尔的投资也能有所帮助，而且每家被投资公司的其他股东也能在未来的几年中从我们买入优先股的举动中受益。这种帮助来自这样一个事实，即每家公司现在都有了一个重要的，稳定的以及有利害关系的股东，股东的董事长和副董事长通过伯克希尔的投资已经间接地把一大笔他们自己的钱交给了这些企业。在我们与被投资公司的交易中，查理和我将会积极协助，冷静分析而且客观公正。我们认为我们正在与有经验的CEO共同工作，这些CEO对统率他们自己的公司十分在行，但是，在某些时候，又能抓住在某些人身上试验他们想法的机会，而不受到他们本行业或者以往决策的束缚。

作为一组股票，这些可转换优先股不会产生当我们发现一家有着极好经济前景而又没有被市场所看好的公司时可以获得的回报。这些回报也不会与我们进行所偏好的资产配置——收购一家有着优秀管理人员的优秀企业的80%或者更多的股权——产生的回报有同样的吸引力。但是这两种机会都很难得，尤其是达到可以适应我们当前以及预料中的财力的规模。

总的来说，查理和我认为，我们的优先股投资应当产生比大多数固定收入投资组合能够获得的回报适当高些的回报，而且我们可以在被投资的公司里扮演一种次要的，但有乐趣的和建设性的角色。

••••••••••• • • • •••••••••••

错误在决策的时候发生。但是，当决策的愚蠢性变得明显时，我们只能判定当前出现的错误。用这个尺度衡量，1994年是一个为争夺金牌激烈竞争的最佳年份。嘿，我想告诉你我要讲述的错误来自查理。但是，每当我试图这样解释这件事时，我的鼻子就开始长长。

而被提名的是……

1993年末，我曾在63美元卖出过1 000万股大都会的股票；而到了1994年底，其股价是85.25美元。（对那些希望避免亲自计算损失的痛苦的人来说，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个差别是2.225亿美元。）当我们在1986年以17.25美元买进这只股票时，我告诉过你，我曾在1978～1980年以每股4.30美元的价格卖出过我们持有的大都会的股票，并补充说为解释以前的行为我困惑不解。㊀现在我已经成了再次惹人生气的人，也许是到了该有指定监护人的时候了。

同样令人震惊的是，大都会的买卖决定仅能得到一枚银牌。最高荣誉属于一次我在5年前犯下的，在1994年完全成熟的错误：我们耗资3.58亿美元买入的美国航空公司的优先股，9月份其分红暂时取消。这笔交易是一种"非强迫性失误"（Unforced Error）㊁，意思是说在做决定的时候，我既没有被人推着进行投资，也没有被任何人误导。相反，这是一个草率分析的案例，是一起由买入一种优先证券导致的，或是因为傲慢导致的失误。无论原因是什么，错误是严重的。

在买入这只股票以前，我完全没有将注意力放在会不可避免地困扰一家成本不但高昂而且极难降低的运输公司的问题上。在早些年，这些威胁生命安全的成本曾引发一些问题。因此航空公司受到管制不得相互竞争，而且运输公司可以吸收一些高昂的成本，因为他们可以通过高昂的定价转移成本。

当管制规定撤销时，局面并没有立即改变：低成本的运输公司的货运能力太小，以至于高成本的航空公司可以在很大程度上维持他们现有的票价结构。在这一时期，由于大部分长期问题难以察觉，却又开始漫延扩散，因此不可能维持的成本进一步深入。

由于低成本营运者的座位容量的扩大，他们的票价开始迫使老资格的，高成本的航空公司降低价格。那一天可能被注入的资本（如我们向美国航空公司注入的资本）推迟了，但最终经济学的基本规则占了上风：在没有管制商品的业务中，一家公司必须把它的成本降低到有竞争力的水平，否则就会面对毁灭。这条原则对你们的董事长本应十分明显，但我没有看到。

美国航空公司当时的CEO塞斯·斯科菲尔德（Seth Schofield）一直很勤勉地工作，纠正公司历史上的成本问题，但至今也未得到解决。在某种程度上，这是因为他已经不得不对付一个移动目标，即某些已经获得劳方让步的大运输

㊀ 见"价值"投资：2.4节中的"多余"。因拆股，两篇文章中的每股数值不同。
㊁ 网球术语，指并非由对手造成的失误。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司以及其他已经从破产程序产生的“新建”成本中获益的运输公司。（正如西南航空公司（Southwest Airlines）的CEO赫伯·凯勒赫（Herb Kelleher）说过的那样：“破产法庭对于航空公司来说已经成了健身的矿泉疗养地。”）此外，不让人感到吃惊的是，那些按合同得到高于市场水平工资的航空公司雇员们，只要他们的支票可以继续过户，就拒绝削减任何工资。

尽管有这种困难局面，美国航空公司仍可能实现需要用来维持其长期生存能力的成本降低。但是，还远远不能确信这种情况会出现。

因此，在1994年底，我们曾提到我们在美国航空公司的投资下跌至8 950万美元，或者每个美元下跌了25美分。这个估价既反映出，我们的优先股可以使它的价值完全或者大部分恢复的可能性，又反映出股票最终会分文不值的相反的可能性。无论出现什么结局，我们都会留心一条原始的投资规则：你不必用失去它的方法再把它买回来。

我们在美国航空公司的投资的资产账面价值降低的会计影响非常复杂。在资产负债表上，我们按估计的市场价值将全部股票入账。因此，在去年的第三季度末，我们按8 950万美元，或买入成本的25%，将我们持有的美国航空公司优先股登记入账。换言之，那时我们的资本净值反映的是一个远低于我们3.58亿美元成本的美国航空公司优先股的价值。

但在第四季度，我们断定股票价值的下跌，用会计术语来说，是“非临时性的”，而且这个判断要求我们将2.685亿美元的资产账面价值下跌放到利润表中。这个金额没有其他第四季度的影响。也就是说，它不会减少我们的资产净值，因为价值减少已经被反映了出来。

在即将到来的年会中，查理和我不会赞成重新入选美国航空公司的董事会。但是，如果塞斯希望同我们议事，那么我们将很高兴提供我们可以提供的任何帮助。

………… ● ● ● …………

当维珍航空公司（Virgin Atlantic Airways）富有的所有人理查德·布伦森

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Richard Branson）被问及怎样才能成为一名百万富翁时，他立刻回答："实际上没什么窍门。从一名亿万富翁开始，然后再买一家航空公司。"因为不愿盲目接受布伦森的论点，1989年，你们的董事长决定通过在美国航空公司9.25%的优先股上投资3.58亿美元来加以证实。

我曾喜欢并且敬佩公司当时的CEO埃德·克劳德尼，现在仍然如此。但是我对美国航空公司业务的分析不仅肤浅而且错误，我太陶醉于这家公司长期盈利运作的历史，以及优先证券的所有权表面上给我提供的保护，以至于我疏忽了一个重要的方面：美国航空公司的收入将逐渐受到一个没有管制的，残酷竞争的市场的影响，而它的成本结构还是在管制保护利润的时候遗留下来的。如果任这些成本不受管束将意味着灾难，然而沿用航空公司过去的记录同样也是灾难。（再说一次，如果历史提供了所有的答案，那么《福布斯》前400名大富翁将都是图书馆员。）

但是，为了使成本合理化，美国航空公司需要在它的劳务合同中做出重大改进——而且，只要没有可信的倒闭威胁，或者实际开始进入破产，这是大多数航空公司都很难做到的。美国航空公司也不例外，就在我们买进优先股之后，公司的成本与收入之间的不平衡开始爆发性地加剧。在1990年至1994年期间，美国航空公司总共损失24亿美元，这一成绩完全抹去了其普通股账面上的股东权益。

这段时期的大部分时间，美国航空公司都派发给我们优先股利，但在1994年支付延缓了。稍后，因为形势显得尤其无望，我们将投资减记75%至8 950万美元。其后，在1995年的大部分时间，我曾出价面值的50%卖出股票。幸运的是，我没成功。

与我在美国航空公司犯的许多错误牵连在一起的是一件我做对了的事：在进行投资时，我们在优先股的合约中写入了一条有些特别的条款，规定"惩罚性股利"——比基本的股利率高出5个百分点——将在任何欠款上增长。这意味着，如果我们的9.25%的股利被忽略了2年，那么拖欠的金额将以13.25%至14%的复利增加。

面对这个惩罚条款，美国航空公司就会受到刺激，尽力支付股利。所以，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1996年的下半年，当美国航空公司恢复盈利时，它确实开始支付股利，给了我们4 790万美元。对于公司的CEO斯蒂芬·沃尔夫（Stephen Wolf）从航空公司榨出能容许支付股利的业绩，我们欠他一大笔情。虽然如此，近来美国航空公司的业绩并未明显受惠于实际上可能是周期性的行业尾风。这家公司仍然有必须解决的基本成本问题。

不管怎样，美国航空公司公开交易的证券价格告诉我们，我们的优先股现在很可能值它的3.58亿美元的面值了，几乎是等价。此外，我们已经在几年里收集了总计2.405亿美元的股利（包括在1997年收到的3 000万美元）。

1996年初，在收到应计股利前，我再次试图卖掉我们的股票——这次开价约3.35亿美元。你们很幸运：我又没能在胜利那儿看到失败。

在另一次类似的事情中，一位朋友曾问我："虽然你很富有，但为什么这么笨？"在考察了我在美国航空公司上的拙劣成果之后，你可以知道他说得有道理。

………… • • • …………

在购买美国航空公司时我处于很微妙的境地：几乎是在它陷于严重问题的同时一头扎了进去。（没有人逼我；用网球的话来说，我犯了一次"非强迫性失误"。）公司的麻烦不仅出自于行业状况，还出自于同皮德芒航空公司（Piedmont）的合并过程中遇到的兼并后困难——我本该预计到的麻烦，既然几乎所有的航空公司兼并后都出现过经营上的混乱。

在短时期内，埃德·克劳德尼与塞斯·斯科菲尔德解决了第二个问题：这家航空公司现在有极佳的服务水准。整个行业的问题要严重得多。在我们买入股票后，航空运输业的经济状况以令人惊恐的步伐恶化，某些运输公司的自杀式的定价战术加速了这一步伐。这种定价给所有的运输公司财政的麻烦说明了一个重要的事实：在卖货物类产品的公司中，不可能比你最笨的竞争对手更精明。

但是，除非这个行业中的公司在今后几年中减少9/10，否则我们对美国航

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空公司的投资就不是完全正确的。埃德与塞斯果断地在经营上做出重大改变来平息当前的骚乱，即使如此，现在我们的投资也比我们买入的时候危险。

我们的可转换优先股是一种相对简单的证券，然而我应该提醒你，如果过去是未来的指引，你可能会不时地读到关于它们的不精确的或误导性陈述。例如，去年几家出版机构计算出我们所有的优先股的价值同那些它们能转换成的普通股的相等。按他们的逻辑，如果所罗门公司的普通股卖22.80美元，那么我们能以38美元转换成普通股的优先股将值面值的60%。但是这种推理方法有一个小问题：用这种方法，必定能推断出可转换股票的全部价值存在于转换权中，而且所罗门公司不可转换的优先股的价值是零，而无论其息票和偿还期限是什么。

你应该牢记在心中的一点是，我们可转换的优先股的大部分价值源于它们的固定收入特性。那意味着，这些证券的价值不可能比不可转换优先股的低，而且由于它们的转换选择权，价值可能更高。

••••••••••• • • • •••••••••••

在1987~1991年这段时间里，伯克希尔5次以私募方式购买可转换优先股，现在似乎正是讨论它们状况的时候。

在每种情况下，我们都有将这些优先股作为固定收入证券，或者将它们转换成普通股的选择权。最初，它们的价值对我们来说主要来自于其固定收入的特性。我们不得不转换的选择权只是一种出乎意料的结局。

我们以私募方式购入3亿美元美国运通公司优先权益赎回累积股票（PERCS）⊖——是一种普通股修改后的形式，其固定收入的特性仅占其初始价值的一小部分。在我们买进3年之后，这些美国运通公司的优先股将自动转

⊖ PERCS（Preference Equity Redemption Cumulative Stocks）优先权益赎回累积股票。一种分红提高了的、有限期限的（一般为3年）、有限参与的可转换优先股。如果普通股的价格比PERCS的执行价格低，那么PERCS可以转换成一股普通股；如果普通股的价格比PERCS的执行价格高，那么PERCS可以转换成部分普通股。PERCS曾经是 1991年最成功的产品，因为它在收益下降的环境中提供了相对较高的当期收益。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换成普通股。相比之下，我们其他的可转换优先股仅在我们希望转换的时候才变成普通股——一种决定性的差别。

在我们买入可转换证券时，我曾告诉你们，我们希望从它们那儿得到的税后利润"适度"超过我们可以从它们取而代之的中期固定收入证券中得到的税后利润。我们超过了这种期望——但那仅仅是因为其中一种证券的业绩。我还告诉过你，这些证券，作为一个整体，"产生的利润不会超过我们从一家有着极佳经济前景的公司中获得的利润"。不幸的是，这个预言被言中了。最后，我还说过"几乎在任何情况下，我们希望这些优先股能够返还我们的初始投资外加股利"，这是我希望得到的回报。温斯顿·丘吉尔曾经说过这样一句话，"食言从未使我消化不良"。但是，我坚持认为，对我们来说，在优先股上损失的不可能性，已经带来了某种应得的妒忌。

我们最好的股票是吉列公司的，我们曾告诉你它从一开始就是一家上等的公司。然而，有讽刺意味的是，这也是一笔我曾犯下大错误——但属于那种永远不会反映在财务报表上的错误——的投资。

1989年，我们在可以转换成4 800万股（经拆股调整）普通股的吉列公司优先股上投了6亿美元。若从另一条路投资这6亿美元，我本来很可能从这家公司买入6 000万股普通股。当时，普通股的市价大约是10.50美元，因此在这种情况下本可以有一场带有重要限制条件的大型私募，而我本来很可能至少以5%的折扣买进股票。虽然我不可能保证如此，但是吉列公司的管理人员本应很高兴地让伯克希尔选择普通股。

但我还远未聪明到这样做的地步。相反，在不到2年的时间里，我们曾分得一些额外股利（优先股收益率与普通股收益率之差），在这点上公司——相当正确地——赎回了我们持有的优先股，而且是尽可能快地行动。如果我协议买入的是普通股，而不是优先股，那么在1995年末，有了扣减7 000万美元额外股利的6.25亿美元的普通股，我们的境况本可以稍好些。

至于冠军纸业，这家公司以我们成本价的115%赎回我们持有的优先股的能力，迫使我们在去年8月采取行动，而我们宁愿向后推延。在这个例子中，我们刚好在赎回日前转换我们的股票，并给了他们适当的折扣。

查理和我从未看好过造纸业——实际上，我不记得在54年的投资生涯中曾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有过造纸公司的普通股——所以，在8月份我们的选择是把优先股在市场上卖出还是卖给公司。冠军纸业的资本收益一般——在我们投资的6年内的税后收益率大约是19%——但是，我们的优先股却在整个持有期内给我们带来不错的税后股利收益率。（这说明，根据财产保险公司分到的股利，许多报刊夸大了它们的税后收益率。报刊未能考虑1987年开始生效的税法的变化，以及这种变化，在保险公司分得的股利不变的情况下，大幅减少了保险公司的实际利润。）

我们第一帝国银行（First Empire）的优先股将于1996年3月31日——最早的时间——被赎回。我们轻松自在地拥有一家经营良好的银行的股票，因此我们会转换并持有第一帝国银行的普通股。这家公司的CEO鲍勃·米尔默斯（Bob Wilmers）是位杰出的银行家，因而我们喜欢与他合作。

我们的另两只优先股令人失望，尽管所罗门公司优先股的表现比它可以替代的固定收入证券的表现要强一些。但是，查理和我在这些股票上倾注的管理时间远远大于它对伯克希尔的经济意义。当然，我从未梦想会在60岁时从事一份新工作——即，所罗门公司的临时董事长——因为我们早先买进了这家公司的一种固定收入证券。

在我们于1987年买入所罗门公司的优先股后不久，我曾写到“对于投资银行的发展方向或未来趋势，我没有什么特别的洞察力”。即使是最仁慈的评论员也会断言，后来我证实了我的观点。

时至今日，我们转换成所罗门公司普通股的选择还是毫无价值的。再者，在我买进所罗门公司的优先股以后，道琼斯工业股平均指数已经涨了一倍，而且各经纪公司的业绩一样好。这意味着，我因看到可转换选择权的价值就买进所罗门公司优先股的决定的得分一定很低。即使如此，这些优先股作为一种固定收入证券仍在困难的条件下继续派发股利，而且9%的股利率在眼下很有吸引力。

除非优先股转换成了普通股，否则它的条款要求所罗门公司从1995年至1999年，在每年的10月31日赎回20%，因此去年我们7亿美元的初始投资已经按时被赎回了1.4亿美元。（一些报刊称此为卖出，但到期的优先证券是“卖”不掉的。）尽管我们没有选择转换去年到期的优先股，但是我们已经在“转换”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这只苹果上咬了4口还多，所以我相信这与我们总有一天会发现的我们转换股票权利的价值非常相像。

………… • • • …………

吉列和（伯克希尔的优先股已经得到转换的）第一帝国的普通股已经大幅上升，与这2家公司的杰出表现一致。到年末，我们在1989年投资吉列的6亿美元已经升值到了48亿美元，而在1991年投资于第一帝国的4 000万美元已经上涨到2.36亿美元。

与此同时，我们的两个落伍者USAir和所罗门已经在一条非常重要的方向上苏醒过来。在一笔最终使长期受难的股票持有人得到报偿的交易中，所罗门最近并入了旅行者集团（Travelers Group）。伯克希尔的全体股东——就个人而言，包括我自己——欠德瑞克·莫夫汉（Deryck Maughan）和鲍勃·德纳姆（Bob Denham）一大笔债，因为他们首先在把所罗门从1991年丑闻之后的销声匿迹中挽救回来扮演了重要角色，并且将这家公司的活力恢复到了足以吸引旅行者集团收购的程度。我经常说，我希望与我喜欢、信任并且敬重的管理人员共事，并没有谁比德瑞克和鲍勃更适合这句话。

伯克希尔对所罗门投资的最终结果在一段时间里将不会入账，但可以稳妥地说，这笔投资比我两年前预想的好得多。回顾过去，我认为所罗门的经历不仅让人着魔而且有指导意义，尽管在1991~1992年我担任其董事长的一段时期中，我感觉就像戏剧评论家写到的："我本该喜欢这出戏，只是坐在了一把倒霉的椅子上。它面向舞台。"

美国航空公司的复兴简直不可思议。那些观察我在这项投资中一举一动的人，知道我已经成功实现了一项没有瑕疵的记录。原先购买这只股票我就错了，而且后来在不断努力按50美分的价格卸载我们的持股时我又错了。

这家公司的两个变化与其不同寻常的振作重合：（1）查理和我离开了董事的位置，而且，（2）斯蒂芬·沃尔夫（Stephen Wolf）成为了CEO。对于我们的自负来说，幸运的是，第二件事是关键：斯蒂芬·沃尔夫的成绩在航空界有目共睹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国航空公司仍有许多事要做，但生存不再是问题。因此，该公司在1997年补足了拖欠我们的优先股利，而且还为我们遭受的拖延作出了额外的补偿。而且，这家公司的普通股已经从4美元的最低价上涨到最近的73美元。

我们的优先股已经在3月15日要求赎回。但是这家公司股票的上涨已经使我们的转换权利价值不菲，而在不久以前我还认为这些权利一文不值。现在几乎可以肯定，我们的美国航空公司股票将会产生可观的利润——也就是，如果不包括我为氢氧化铝（Maalox）⊖付出的成本——而且股票的涨幅甚至可能证明是极高的。

下次当我作出巨大而愚蠢的决定时，伯克希尔的股东就会知道做什么了：打电话给沃尔夫先生。

* * * * * * * *

除了可转换优先股，我们在1991年购买了另一种私募股票，3亿美元的美国运通公司优先权益赎回累积股票。这种证券实质上是一种普通股，特点是在头3年里有一次转换：在那个时期我们可以获得更多的股利，但是我们也被封住了本可以实现的价格上涨。尽管有这顶帽子，这个持股仍已证明特别能赚钱，这得感谢你们的董事长所采取的一项举动，这个举动结合了运气和技巧——110%的运气和平衡技巧。

我们的优先权益赎回累积股票在1994年8月就得转换成普通股，而且就在我寻思着是否要在转换时卖出的那个月。持有的一个原因是美国证券交易所（Amex）的杰出CEO哈维·格鲁伯（Harvey Golub），他看起来很可能最大限度地发挥该公司的任何潜力（在很大程度上一直得到证实的假设）。但是，这种潜力的大小值得怀疑：Amex面对着由VISA领导的众多信用卡发行商的无休止竞争。权衡这些因素，我倾向于卖出。

这就是我走运的地方。在作决策的那个月，我曾在缅因州的Prouts Neck与赫兹公司（Hertz）的CEO弗兰克·奥尔森（Frank Olson）一起打高尔夫球。弗兰克是一位才华横溢的经理，通晓信用卡业务的知识。因此从第一个发球区

⊖ 一种解酸药。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始，我就在盘问他关于这个行业的事。当我们到达第二块草坪的时候，弗兰克已经使我相信Amex的公司卡是一种惊人的特许权，因此我决定把股票留着。在归来的9时，我转变成了买家，因而在几个月里伯克希尔就拥有了这家公司的10%。

我们现在从持有的Amex股票上获利30亿美元，我自然非常感激弗兰克。但是我们共同的朋友乔治·吉莱斯派（George Gillespie）说我搞不清楚该把感激之情用到哪里。他指出，毕竟是他安排了这场比赛，并把我分到了弗兰克的4人小组中。

3.4 非常规的投资⊖

当我们找不到我们钟爱的投资时——有良好经济前景、经营有方而且价格合理的公司——我们通常会将新资金投入到高质量的短期金融工具中。然而，我们时常在另一些地方冒险。显然，我们相信所从事的备选投资赚钱的可能性比损失的大，但我们也意识到，它们没有提供确定的利润，这种利润存在于以有吸引力的价格获得的优秀企业之中。发现了这种机会，我们知道我们会赚钱——惟一的问题是何时赚钱。对于备选投资，我们认为我们会赚钱。但我们也认识到，我们有时也会亏损，而且通常额度较大。

到年底，我们有3种非传统的仓位。第一个是1 400万桶石油的衍生合约，这是我们在1994~1995年建立的4 570万桶仓位的结余。3 170万桶石油的合约在1995~1997年交收，而且这些合约给我们提供了大约6 190万美元的税前收入。我们剩余的合约将在1998和1999年到期，在这些合约中，我们到年底有1 160万美元的未实现收益。会计准则要求商品的仓位以市值入账，因此，我们的年度财务报告和季度财务报告都显示了这些合约中的未实现收益或亏损。当我们建立合约时，未来交付的石油看起来定价有些过低。但是今天，对于它的吸引力我们没有任何看法。

我们的第2种非传统的投资在白银中。去年，我们购买了1.112亿盎司的白银。按市价标准，这个仓位在1997年为我们产生了9 740万美元的税前收益。从某种程度上说，这对于我而言是相对过去的收益：30年前，我曾买过白银，

⊖ 1997年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为我预测它将被美国政府禁止流通。从那以后，我一直跟踪这种金属的基本面，但没再拥有它。最近几年，金银的投资者大幅下降，因而去年夏天查理和我断定需要有更高的价格来建立供求之间的均衡。应当说明，通货膨胀预期在我们的白银价值计算中未起到作用。

最后，到年末我们最大的非传统仓位按摊销成本计算，是美国财政部的长期零息债券。这种证券不支付利息，相反，它们通过在购买时给持有人提供折扣来提供回报，这种特性使它们的市场价格在利率变化时迅速波动。如果利率上升，你就会在零息债券上损失惨重，而如果利率下降，你就获得了巨额收益。自利率在1997年下降以来，我们当年以在零息债券上的5.988亿美元未实现税前收益告终。由于我们按市价给证券入账，因此这笔收益反映在了年终账面价值中。

在购买零息债券，而不是持有现金等价物时，我们冒的风险看起来很愚蠢：像这样的以宏观经济为基础的投资从未接近100%的成功率。然而，你们付钱给查理和我，使用我们的最佳判断——而不是避免经济困难——而我们时常会在我们相信机会垂青时采取非传统的行动。如果我们做砸了一笔，可得把我们往好里想。除了克林顿总统以外，还有我们会感受你的痛苦：芒格家族90%以上的净资产在伯克希尔，而巴菲特家族的超过99%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

普 通 股

投资界偶尔会爆发恐惧和贪婪这两种传染性极强的灾难。这些流行病的发生时间难以预料，而且由它们引起的市场错乱，无论是持续时间还是传染程度都难以预测。因此，我们永远预料不到灾难的降临或离去。我们的目标很简单：在别人贪婪的时候恐惧，在别人恐惧的时候贪婪。

在写这封信的时候，华尔街只见得稍许恐惧。相反，兴奋的情绪四处蔓延——为什么不呢？还有什么比参与一场牛市更令人振奋呢？在牛市中企业所有者得到的报偿与企业本身增长缓慢的业绩完全脱节。然而，不幸的是，股票绝对不可能表现得比企业更好。

实际上，由于频繁地交易以及承担的投资管理成本，股东总体的长期表现必定逊于他们拥有的公司。如果美国企业总体上实现约12%的年净资产收益率，那么投资者最终的收益必定低得多。牛市能使数学定律暗淡无光，但却不能废除它们。⊖

4.1 交易的祸根：交易成本⊜

伯克希尔的股票很可能在几个月之内在NYSE挂牌交易。由交易所管理委

⊖ 引文，1986年。

⊜ 注明日期是1988年8月5日的致伯克希尔股东的信，1988年重印。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员会（Board of Governors）通过，并由美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，SEC）批准的新上市规则，使我们有可能转到那里。如果新上市规则即将颁布，那么我们会申请上市，而且确信申请会得到批准。

到目前为止，NYSE要求新上市的公司至少拥有2 000名股东，每位股东持有100股或更多的股票。这条规则的目的在于确保NYSE的上市公司可以享受有序市场的广泛的投资者利益，100股的标准符合目前在NYSE上市的所有普通股的交易单位（“Round lot”，整数股）。

由于1988年伯克希尔的流通股数量（1 145 642股）相对较少，所以它没有NYSE要求的持有100股或更多股票股东的数量。但是，持有10股伯克希尔的股票，就代表一笔重大的投资。实际上，10股伯克希尔股票的价值远大于其他任何在NYSE上市的100股股票的价值，因此，NYSE愿意让伯克希尔的股票按每10股为一整股进行交易。

NYSE提出的新规则仅仅是把2 000名股东的最低限度的衡量标准从持有100股或更多股票的股东，变成了持有一整股或更多股票的股东。伯克希尔能轻而易举地达到这个修正过的标准。

查理·芒格——伯克希尔的副董事长——和我对上市的前景充满信心，因为我们相信这一举动将使股东受益。我们用两条标准来判断哪个市场对伯克希尔的股票最适宜。第一，我们希望股票能持续地按与其企业内在价值理性相关的价格进行交易。这样的话，每个股东实现的投资成果将接近于伯克希尔在他的所有权期间的业务成果。

这种结果远不是自动产生的。许多股票在被严重低估和严重高估之间来回振荡，出现这种情况时，投资者将以与企业在他们的所有权期间的表现毫不相关的方式受到褒奖与惩罚。我们要避免这种变幻莫测的结果，我们的目标是使我们持股合伙人的利润来自公司的业绩，而不是其他共有者的愚蠢行为。

始终理性的价格——无论是当前的还是未来的，产生于理性的所有者。我们把所有的政策和沟通方式设计成吸引看重企业长线的所有者，并过滤掉可能存在的专注于市场表现的短线客。到目前为止，我们的努力很成功，伯克希尔的股票一直在围绕其内在价值的狭窄范围内交易。我们不相信在NYSE上市将会增加或减少伯克希尔对始终以合适的价格交易的预期；无论在什么市场，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们股东的优秀品质都会产生良好的结果。

但我们的确相信，这次挂牌将为伯克希尔的股东降低交易成本——这很重要。尽管我们要吸引会长期驻留的股东，但我们还要使股东在交易时发生的成本降到最低。在长期内，所有者的税前回报总额将等于公司实现的业务收益减去市场征收的交易成本——也就是，经纪人收取的佣金加上做市商（Market-maker）已实现的净价差（Spread）。总的来说，我们相信在NYSE上市将大大降低这些交易成本。

……交易成本对活跃的股票来说非常高，常常达到一家公开募股公司盈利的10%或更多。结果，这些成本成了对所有者的重税，尽管其中一部分是因为个人“变换位置”的决定，但另一部分却缴给了金融界而不是华盛顿。我们的政策以及你的投资态度已经把这种对伯克希尔所有者的“税”减小到了我们认为在大型公开募股公司中的最低水平，在NYSE上市应该可以进一步通过缩小做市商的价差来降低伯克希尔所有者的成本。

根据NYSE的规定，我们必须至少有两位独立的董事。在你们于5月份选出的董事会中，只有小马尔科姆·蔡斯（Malcolm Chace, Jr.）达到了独立的标准。

但这种不足引发了好结果。查理和我高兴地通知你们，彼得·基维特后裔公司（Peter Kiewit Sons' Inc，PKS）的CEO小沃尔特·斯科特（Walter Scott, Jr.）已经加盟伯克希尔的董事会。PKS是我们这个时代的非凡企业之一。这家雇员所有的公司的长期财务记录好得我都不必一一列举，以免在我们的股东中引起骚动。在一生中，彼得·基维特（Peter Kiewit）以严格的精英统治来经营公司，而且正是秉承这种传统，他选择了沃尔特在他死后继承他的事业。沃尔特天生像一名所有者那样思考，因此在伯克希尔的董事会，他会感觉像是到了家里。

最后要说明的是：你们应该清楚地认识到，我们不是为了提高伯克希尔股票的价格而去NYSE上市。伯克希尔应该，而且我们也希望它在相似的经济环境中，在NYSE按与场外市场（over-the-counter）相似的价格交易。在NYSE上市不该诱使你买进卖出；它只能在你决定买卖的时候降低你的一些成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.2 吸引正确的投资者[一]

伯克希尔的股票于1988年11月29日在NYSE上市。让我澄清在信中（见上一节）没有说明的一点：尽管我们在NYSE交易的一整股是10股，但是任何从1股起算的股数都可以买卖。

正如在前面的信中解释的那样，我们上市的主要目的是降低交易成本，而且我们相信这个目标正在实现。通常，NYSE买价和卖价间的价差比场外市场中盛行的低得多。

我们股票的特定经纪商（Specialist）[二]汉德森兄弟公司（Henderson Brothers, Inc.，HBI）是NYSE最老的连续特定经纪商；它的前辈威廉·托马斯·汉德森（William Thomas Henderson）在1861年9月8日用500美元买下他的交易席位。（现在，交易席位大约卖625 000美元。）在54家担任特定经纪商的公司中，HBI委派到的股票数额名列第二，有83家。当伯克希尔的股票被分派给HBI时，我们非常高兴，而且我们对这家公司的表现也很满意。HBI的董事长吉姆·梅圭尔（Jim Maguire）亲自管理伯克希尔股票的交易，因此，我们不可能被照管得更好。

在两个方面，我们的目标很可能与大多数上市公司有所差别。第一，我们不想使伯克希尔股票的交易价格最大化。相反，我们希望它们在以企业内在价值（我们希望它以合理的——或者最好以超常的——速率增长）为中心的狭窄范围内变动。过分高估与过分低估都会使查理和我烦恼，这两个极端不可避免地对许多股东产生与伯克希尔的业务成果大相径庭的结果。相反，如果我们的股票价格始终反映企业价值，那么我们的每一位股东在持股期间都会得到大致等于伯克希尔业务成果的投资成果。

第二，我们希望交易活动少之又少。如果我们同几个被动的合伙人经营一家私人企业，要是这些合伙人，或他们的代替者，经常要放弃合伙关系，那么我们会大为失望。在经营一家公开募股的公司时，我们会有相同的感觉。

我们的目标是吸引长线投资者，这些人在买进的时候，并没有什么卖出的

[一] 1988年。

[二] 特定经纪商扮演上市公司的股票的做市商的角色。股票交易所的一家会员公司可以被指定为多种股票的特定经纪商，但是一家公司的普通股只委派一个特定经纪商。交易所和场外市场的一个重要区别是，市场结构设计是单一做市商还是多个做市商。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间表或者目标价位，相反，他们有无限期地与我们在一起的计划。我们不能理解那些要求股票交易活跃的CEO，因为那只有在许多所有者时常退出的情况下才会出现。在什么样的组织里——学校、俱乐部、教堂等等——领导人会在成员离去时欢呼雀跃呢？（但是，如果有一个经纪商的生计依靠这种组织里的成员流动，那么你们就可以相信这种活动至少有一个拥护者，这正如下面这句话描绘的那样："基督教暂时不会发生大事；也许下星期我们该转到佛教了。"）

当然，某些伯克希尔的所有者需要，或者想要不时地卖出股票，所以我们希望有好的代替者可以给他们合理的价格。因此，我们努力通过我们的政策、业绩和交流，吸引那些了解我们的运作，分享我们的时间，并且像我们衡量自己那样恒量我们的新股东。如果我们能够不断吸引这类股东——并且，同等重要的是，可以不断使那些怀着短线预期或者不现实预期的股东感到乏味——那么伯克希尔的股票就可以始终以与企业价值理性相关的价格进行交易。[⊖]

4.3 分红政策与股票回购[⊜]

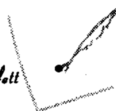
公司常常向股东汇报分红政策，却很少做出解释。一家公司可能会这样说，"我们的目标是派发盈利的40%~50%，而且至少按照与CPI相同的增长率增加股利。"仅此而已，——至于为什么这种分红政策对公司的所有者来说是最佳方案没有任何分析。然而，资产配置对企业和投资管理来说至关重要。正因如此，我们相信经理和所有者应当认真思考，在什么条件下应当留存收益，而在什么情况下应当派发收益。

首先要明白的一点是，所有的收益并非生而平等。在许多企业里——尤其是那些有高资产/利润比的企业——通货膨胀使部分或全部报告收益成了代用品。如果公司想维持其经济地位，那么代用品部分——让我们称这些收益是

⊖ 下文取自1989年的信：
在NYSE交易伯克希尔股票一年多之后，我们的特定经纪商，HBI的吉姆·玛圭尔继续保持他的出色表现。在我们上市以前，交易商的价差常常是市价的3%甚至更多。吉姆已经保持了50个点（在华尔街，1个点代表1美元。——译者注）甚至更少的价差，这远不到目前价格的1%。买卖股票的股东从这种交易成本的降低中受益匪浅。
因为我们与吉姆、HBI和NYSE的经历使我们感到满意，所以我在NYSE投放的一个系列广告中对此大加赞赏。通常，我避免恭维别人，但我很高兴在这个场合公开向NYSE表示敬意。

⊜ 短线分隔成的各部分：1984年，1999年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"限定用途的"——就不能作为股利派发。如果分配这些收益，那么企业就会在下述一个或多个领域中失去根基：维持销量、长期竞争地位和财务实力。无论分红比率多么保守，如果不能注入产权资本，那么持续分配有限定用途收益的公司都注定要毁灭。

对所有者来说，限定用途的收益极少毫无价值，但必须大打折扣。实际上，无论公司的经济潜力多么糟糕，它都要征用限定用途的收益。10年前，这种无论回报多么无吸引力都要留存受益的状况，被联合爱迪生公司（Consolidated Edison）以令人啼笑皆非的方式无意中传播开来。当时，一项严厉的监管政策是导致公司的股票以账面价值的1/4进行交易的主要原因，也就是，每次当留存的1美元收益再投入到企业中时，这1美元仅仅转变成了25美分的市场价值。但是，尽管有这种金子变成铅的过程，大多数收益还是被再投入到企业中，而不是派发给所有者。同时，在遍布纽约的建筑工地和维修工地上，各种标志都自豪地显露出公司的口号："我们必须挖掘利润"。

我们不需要在讨论股利的时候进一步考虑限定用途的受益。还是让我们转到更有价值的不限定用途的收益上，这些收益可以留存，也可以派发，可行性相同。我们认为，管理人员应该选择对企业所有者更有意义的路线方针。

这条原则并没有被广泛接受。出于多种原因，经理们喜欢从股东那里留存未限定用途的、可以立刻派发的股利——为了扩张经理们统治的公司帝国，为了在财政更加宽松的情况下经营公司，等等。但是，我们相信只有一条保留收益的正确理由，未限定用途的收益只能在有合理期望的时候才能留存——得到历史证据的大力支持，或者适当地得到对未来周密分析的支持——也就是对于股份公司留存的每一个美元，至少可以为所有者创造一美元的市场价值。只有当留存的资产可以产生与投资者通常可以获得的收益相等的，或者更高的收益时，这种情况才会出现。

为了说明，让我们假设一位投资者拥有一种利率为10%的无风险永久债券，该债券有一项不寻常的特征。每一年，这位投资者可以选择或是将10%的息票兑现，或是将息票按面值再买进10%的有相同条款（也就是，有永久的持续期，并提供相同现金或再投资机会的息票）的债券。在任何给定的年份，如果长期无风险债券的普遍利率是5%，那么要把息票兑现的投资者一定很傻，因为他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以替代选择的10%的债券将有远超过面值的价值。在这些条件下，要想在手头上持有现金的投资者，应当将他的息票买入额外的债券，然后立刻卖出。这样做，比起直接将息票兑现，可以实现更多的现金。假定所有的债券都由理性的投资者持有，那么没有人会在5%的利率时选择现金，甚至那些需要现金维持生计的债券持有人也不会这么做。

但是，如果利率是15%，那么没有哪个理性的投资者会让人把他的钱再以10%的利率进行投资。相反，这个投资者会选择兑现息票，即使他个人的现金需求为零。相反的过程——将息票再投资——给投资者带来的额外债券的市场价值远低于他本可以选择的现金。如果他需要多买10%的债券，那么他只要带上收到的现金然后在市场上买进债券，在那里债券有很大的折扣。

我们假定债券持有人做出的类似分析，对那些正在考虑公司的非限定用途收益是应当留存还是应当派发的所有者来说同样适用。当然，这种分析难得多，而且容易出差错，因为将收益再投资获得的收益率并不像在债券投资案例中那样是一个契约性的值，而是一个波动很大的值。所有者必定会猜测，在不久的将来平均收益率会是多少。然而，一旦做出基于充分信息的猜测，那么剩下的分析就非常简单：如果可以指望它们获得高回报，那么你应当希望把收益再投资；但如果再投资的产出率很低，那么你应当希望公司将收益派发给你。

在决定是否应将子公司的收益派发给它们的母公司时，许多公司的经理严格按照这些分析做出推论。在这个级别上，经理们像聪明的所有者那样思考不会有困难。但是，在母公司级别上的收益派发决定常常就是另一码事了，此时，经理们要将他们自己置于持股所有者的立场上常常困难重重。

用这种精神分裂式的方法，一家多部门公司的CEO会指示增量资产的平均收益期望值为5%的子公司A派发所有的收益，使总公司可以把它们投到增量资产的平均收益期望值为15%的子公司B中。这位CEO的商学院誓言不会允许连这都不如的行为。但是，如果他自己的增量资本长期收益纪录是5%——而市场的利率是10%——他很可能会遵循某些历史的或者行业内普遍采用的分红方式，强加给母公司的股东们一种分红政策。而且，他会希望子公司的经理们给他一份完整的账户，说明为什么在子公司留存收益比把收益分派给母公司更有意义。但是，他极少向他的所有者提供适用于整个公司的相似分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在判断经理们是否应当留存收益时，股东们不应当仅仅将最近几年总的增量收益与总的增量资本相比较，因为这种关系可能被公司核心业务的发展状况所扭曲。在通货膨胀时期，有着特殊经济状况的核心业务的公司，可以把一小部分增量资产以很高的回报率投入到那项业务中（就像去年在商誉部分讨论的那样）。[⊖]但是，除非它们正在经历巨大的增长，否则出色的业务绝对可以产生大量额外的现金。即使一家公司把绝大部分资金投入到低回报率的业务中，公司留存资产的总收益仍可能表现出色，因为投入到核心业务中的那部分留存收益产生了超常的回报。这种情况类似于职业选手和业余选手混合高尔夫球赛（Pro-Am）：即使所有的业余选手都是无药可救的笨蛋，球队以所胜洞数决定胜负的成绩（Best-ball）也会相当高，因为职业队员的技巧起了支配作用。

许多在股东权益和总体增量资产持续表现出良好回报的股份公司，实际上是在毫无吸引力的，甚至是灾难性的经济基础上使用它们大部分的留存收益。它们的盈利年复一年增长的辉煌的核心业务，隐瞒了其他资产配置领域里不断重复的失误（通常是高价收购本质上平庸的企业）。失误的经理们总是不断报告他们从最新的失望中吸取的教训，然后，再去寻找未来的教训。（失败似乎扎根于他们的头脑中。）

在这种情况下，如果收益仅仅被留存下来扩张高收益的业务并用股利支付结余，或者用来回购股票（一种可以增加所有者在优异业务中的利益，同时又可以把低于标准的业务分派给他们的行动），那么股东的经济状况会好得多。可以大把使用从低回报业务中截留下来的现金的高回报业务部门的经理们，应当为这些资产配置决策承担责任，无论整个企业的获利能力如何。

这个讨论中没有涉及到每个季度的股利因收益或者投资机会的摇摆不定而变化的情况。显然，公开募股公司的股东们显然股利始终如一，而且可以预测，因此，分红应当能够反映对增量资产的收益和回报的长远期望。既然公司的长期前景很少变化，那么分红方式应当变化不大。但是随着时间的流逝，经理们扣留的可分配收益应当赢得它们的留存。如果留存收益并不明智，那么做出留存决策的经理很可能也是不明智的。

⊖ 见5.3节的经济商誉与会计商誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

………… ● ● ● …………

当股票的价格与价值存在巨大差异的时候，我们投资最大的几家公司都已经进行过大规模的股票回购。作为股东，有两条重要的原因——一个显而易见，而另一个较为敏感而且并不总能得到理解——使我们发觉这样做鼓舞人心而且回报丰厚。显而易见的那个原因涉及基本的算术：以大大低于每股企业内在价值的价格进行的回购，立刻极为有效地增加了这种内在价值。当公司买入他们自己的股票时，他们常常发现很容易用1美元得到2美元现值。公司收购计划几乎从来做不到这一点，而且在大量令人失望的案例中，这些收购计划未能花费1美元得到任何接近于1美元价值的东西。

回购的另一个好处很难精确计算，但随着时间的流逝可能十分重要。当一家公司的市场价值大大低于其企业价值时，管理人员通过回购可以清楚地证明这是增加股东财富的行动，而不是只会扩大管理人员的领地但对股东毫无意义的（甚至是有害的）行动。看到这种回购，股东以及潜在的股东就提高了他们对企业未来回报的估计。而这种向上的修正产生了与企业内在价值更加一致的市场价格，这些价格完全是理性的。相比一家掌握在另有目的的自私自利的经理手中的公司，投资者应为一家掌握在证明有以股东为先倾向的经理手中的公司付更多的钱。（说到底，为了成为一家由罗伯特·威斯克（Robert Vesco）控制的公司的少数股东，你们会付多少钱呢？）

关键词是“证明”。当回购明显符合所有者的利益时，总是对回购不予理睬的经理暴露了比他对自己动机的了解更多的东西。无论多少次，或者无论他如何雄辩地将诸如“使股东财富最大化（本季节的宠爱）”这样受公共关系激发的词藻挂在嘴边，市场都会正确地把他掌控的资产打折。他口是心非——因此，过一段时间，市场也会如此。

………… ● ● ● …………

一些股东已经建议伯克希尔回购股票。通常这些要求具有理性的根据，但有一些依靠似是而非的逻辑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于一家要回购自己股票的公司来说，只有一种事实的结合使它可取：首先，这家公司有可用的资金——现金加上相当大的借款能力——超出了它的短期需要；其次，发现它的股票在市场中以低于其保守计算的内在价值出售。对此，我们加上一条告诫：应当向股东提供所有他们需要来估计这种价值的信息。否则，内部人士就可能利用他们还蒙在鼓里的合伙人，并按真正价值的一个零头买下他们的利益。在极少数情况下，我们才看到这种事情。当然，卑鄙的手段通常用来驱动股价上涨而不是下跌。

我提到的企业“需求”有两种：首先，一家公司必须用来维持其竞争地位（例如，海尔兹堡钻石（Helzberg's）改造店铺）的开支；其次，以公司成长为目的，管理层预计对于花掉的每一个美元将会超过1美元价值（如，R. C. 威利公司（R.C. Willey）拓展到爱达荷州）的选择性开支。

当可用的资金超出了需求时，有着成长性导向股东的公司，就可以购买新的公司或者回购股票。如果一家公司的股票卖的比内在价值低，通常回购最有意义。在20世纪70年代中期，进行这种回购的智慧实际上是对着管理层大喊大叫，但应者寥寥。在大多数情况下，那些的确使所有者更加富有的行动得到了追捧，而其他的替代方案不会带来这么多财富。实际上，在20世纪70年代（以及突发性的随后一些年）我们寻找过那些是其股票大回购者的公司，通常是那些既被低估又被股东导向的管理层经营的公司的分接头。

那种日子过去了。现在，回购完全是时兴玩意儿，但经常出于一种未说明的而且在我们看来不光彩的原因：推高或支撑股价。当然，选择今天卖出的股东会从任何买家那里受益，无论他的初衷或者动机是什么。但是，继续的股东就会受到内在价值以上的回购的惩罚。对于那些逗留的人来说，用1.10美元支付1美元的账单可不是好生意。

查理和我承认，我们有信心估计所交易的一部分股权的内在价值，而且也只是在我们获取了一系列有价值的，而不是伪精确的数据时。此外，在我们看来，许多现在进行回购的公司，以留下的股东为代价，给正在离开的股东支付得过多。在为那些公司辩护的时候，我会说，CEO们对自己的公司乐观是很自然的。对于那些公司，他们知道的比我多得多。然而，我还是要说，今天太多的回购受管理层“显示信心”的欲望的支配，或者不是以一种提高每股价值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欲望的方式。

有时，这些公司还说，在以低得多的价格授予的股票期权被执行时，他们回购股票是为了补偿发行的股票。这种“高买，低卖”的战略是许多不幸投资者所采用的——但从来不是故意地！然而，管理层看起来很热衷于从事这种荒谬的活动。

当然，授予期权和回购都可能有道理——但如果是这样的话，就不会是因为两种逻辑上相关的活动。理性地，一家公司回购股票或者发行股票的决策应当自立。仅仅是因为股票已经被发行来满足期权——或者为了任何其他原因——并不意味着该这种股票应当以内在价值之上的价格回购。相应地，价格大大低于内在价值的股票应当得到回购，无论股票先前是否已经发行（或者可能是因为流通的期权）。

你应当意识到，在过去的一些时候，我犯过没有进行回购的错误。当时，我对伯克希尔价值的评估过于保守，或者我对资金的其他用途过于热心，因此错失一些良机——尽管在那些时刻伯克希尔的成交量少得以至于我们不能大规模买入，这意味着我们每股价值的增加极小。（比方说，按每股内在价值25%的折扣回购公司2%的股票，最多只能产生0.5%的增值——而且在这笔资金能换作以增加价值的方式运用时就更少了。）

我们收到的一些信明确说明，写信的人对内在价值因素毫不关心，相反却要我们鼓吹回购的意图，这样股票就会上涨（或者不再下跌）。如果写信的人明天要卖出，那么他的考虑有道理——对他本人！——但如果他想持有，那么他应当反过来希望股票下跌而且成交量足够大，这样我们就可以大量买入。对于持续持股的股东来说，这是回购计划可以有实际好处的惟一途径。

我们不会回购股票，除非我们相信伯克希尔的股票卖得大大低于保守计算的内在价值。我们也不会尝试谈论股票涨跌，（我从未公开或私下里告诉任何人买入或者卖出伯克希尔的股票。）相反，我们会给所有的股东——或者潜在的股东——与估价有关的相同信息，如果我们的位置对调，我们也希望获得这些信息。

最近，当A股跌破45 000美元时，我们曾考虑进行回购。然而，如果要我们真的选择做些什么，我们会决定推迟买入，直到股东有机会阅读这份报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我们的确发现回购有道理，那么我们不会在纽约股票交易所（New York Stock Exchange，NYSE）设置买入价。相反，我们将回应那些直接给我们的，处于或者低于NYSE买入价的发盘。如果你希望献出股票，就让你的经纪人打电话402-346-1400给马克·米勒德（Mark Millard）。如果出现交易，那么经纪人既可以在“第三市场”记录它，又可以在NYSE记录它。如果B股卖得低于A股的2%折价，那么我们会倾向回购B股。我们不会从事少于10股A股或者50股B股的交易。

请认清一点：我们永远不会为阻止伯克希尔股价下跌而进行回购。相反，如果我们相信回购代表着对公司资金的一种诱人用途，我们会进行回购。充其量，回购很可能只会对我们股票内在价值的未来增长率有轻微的影响。

4.4 拆股与交易活动[⊖]

我们常常被问及为什么伯克希尔从不拆分它的股票，这个问题背后的假设通常表现为拆分是一种职业股东的行为。我们不同意这种观点，让我告诉你为什么。

我们的目标之一是使伯克希尔·哈撒韦的股票，以一种与其企业内在价值理性相关的价格进行交易。（但是请注意：是“理性相关”，而不是“完全一致”。如果一家信誉良好的公司通常在市场上以其价值的很大折扣进行交易，那么伯克希尔很可能会有相似的定价。）无论是当前还是未来，理性股票价格的关键是理性的股东。

如果一家公司股票的持有人以及（或者）受这只股票吸引的未来买家，倾向于做出无理性的或者冲动的决定，那么相当愚蠢的股票价格就会定期出现。狂躁抑郁的个性产生狂躁抑郁的估价。在买进和卖出其他公司的股票时，这种失常可以帮助我们。但是我们认为，对于伯克希尔来说，尽量减少这种情况在市场中出现，既是出于你们的利益也是出于我们的利益。

获得高质量的股东并非小事一桩。阿斯特夫人（Mrs. Astor）[⊜]可以挑选她

⊖ 1983年。

⊜ 生活在纽约市的社会名流，许多仅邀请最精英分子——在名单上的前400位——的盛大社交活动的组织者。因此，正如巴菲特以此为参照那样，阿斯特夫人选择400位精英带有很大的歧视性，她仅邀请名单上（或在“精英”团体中）的人。巴菲特要做的对比是，在并非所有人都能加入到这个400位精英群体的同时，任何人可以买任何一家公司的股票，而无论他们是否是精英分子。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的400名精英，但是任何人可以买任何股票。股东"俱乐部"不可能按智能、情绪稳定性、道德敏感性或者可以接受的穿着来筛选会员，因此，股东优生学似乎是一项毫无希望的事业。

但是，在很大程度上，我们认为可以吸引并保持高质量的所有权，只要我们坚持传播我们的企业与所有权哲学——连同其他没有矛盾的消息一起——然后让自我选择沿着它的航向而行。例如，自我选择可以吸引一大群迥异的人参加一场被广告宣传成歌剧而不是摇滚音乐会的音乐活动中——虽然任何人都可以买票进入其中的一项活动。

通过我们的政策和交流——我们的"广告"——我们力图吸引可以理解我们的运作、态度和期望的投资者。（而且，同等重要的是，我们力图劝阻那些不能如此的投资者。）我们需要那些认为自己是企业的所有者，并且对公司有长线投资倾向的投资者。而且，我们需要那些将注意力集中于企业成果，而非市场价格的投资者。

具有这些特征的投资者仅在少数，但是我们却例外地将他们聚集到了一起。我相信我们的股票有超过90%——很可能超过95%——被那些5年前即是伯克希尔或者蓝筹公司的股票持有者所有。因此我猜想，我们的股票有95%以上被那些对他们来说伯克希尔的股票至少2倍于他们的第二大持股的投资者拥有。在那些至少有几千名股东，而且市值超过10亿美元的公司中，我们在股东像所有者那样思考和行动的程度上几乎肯定是领导者，使拥有这些特征的一群股东不断升级并非易事。

如果我们拆股或者采取其他将注意力集中在股价上而不是企业价值上的行动，那么我们将会吸引一些比卖家现有的级别更加低的入门级买家。在1 300美元的时候，很少有投资者能够买得起一股伯克希尔的股票。如果我们按100比1的比例拆股，以至于一位潜在的一股买家能够买上100股，那么他的境况会更好吗？那些这样想的，以及因为拆股或者期待一次拆股而买进股票的投资者，必定会降低我们现有股东群体的质量。（拥有9张10美元的钞票会比拥有1张100美元的钞票感觉上更加富有，我们用这样宁要纸币不要价值的易受影响的新股东来交换我们现有的思路清晰的老股东，真能提高我们股东的质量吗？）因为非价值因素买进股票的人很可能也会因为非价值因素卖出股票，他们在画

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面中的存在会加剧那些与企业内在发展无关的股票价格震荡。

我们力图避免制定吸引关心我们短期股票价格的买家的政策，而是制定吸引关心我们企业价值的见多识广的长线投资者的政策。就像你在一个充满理性的见多识广的投资者市场中购买伯克希尔的股票一样，你在同样的市场中应当有卖出——如果你必须这样做——的机会。我们将为了使这样的市场继续存在而努力工作。

股票市场的讽刺之一是强调交易的活性。使用“交易性”和“流动性”这种名词的经纪商对那些成交量极大的公司赞不绝口（这些不能填满你口袋的经纪商很有信心填满你的耳朵）。但是投资者必须明白，对赌桌收付员来说是好的东西，对客户来说未必好。一个过度活跃的股票市场是企业的扒手。

例如，请考虑一家净资产收益率是12%的典型公司。假定，其股票换手率每年高达100%。如果以账面价值买卖一次股票，那么我们假定公司的所有者总计要支付公司当年资产净值的2%以获得转移所有权的特权。这个交易活动对企业的收益毫无意义，而且对所有者来说意味着收益的1/6通过转移的“摩擦”成本消耗掉了。（而且这个计算还未包括期权交易，它会使摩擦成本更大。）

所有这些形成了一场相当昂贵的音乐座椅游戏。如果一个政府单位 要对公司收益或者投资者征收16.66%的新税，你能想象它会造成的撕人心肺的哭喊吗？通过市场活动，投资者可以对他们自己征收与这种税相同的税。

市场日成交1亿股的（如果把场外交易也算在内，那么这种成交量在今天也是出奇的低）日子对所有者来说不是祝福，而是诅咒——因为它意味着，相比日成交5 000万股的时候，所有者为变换座椅要支付两倍的价钱。如果日成交1亿股的状况持续1年，而且每次买进卖出的平均成本是每股15美分，那么对于投资者来说，座椅变换税总计约75亿美元——大致相当于财富500强中最大的4家公司，埃克森石油公司（Exxon）、通用汽车公司（General Motors）、美孚石油公司（Mobile）和德士古石油公司（Taxaco）1982年的利润总和。

1982年底，这些公司总计有750亿美元的净资产，而且它们的净资产和净利润占整个财富500强的12%以上。在我们假定的投资者中，仅仅是为了满足他们对“突然改变财务立场”的爱好，每年总计要从这些惊人的资产总值中丧失全部利润。而且，每年总计20亿美元的投资管理费用——为座椅变换建议支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付的总额——要求投资者丧失前五大银行集团（花旗银行（Citicorp）、美洲银行（Bank America）、大通·曼哈顿银行（Chase Manhattan）、汉华银行（Manufacturers Hanover）和J. P. 摩根银行（J. P. Morgan））的全部利润。这些昂贵的活动可以决定谁吃馅饼，但它们不能做大馅饼。

（我们当然知道做大蛋糕的观点，也就是这种活动可以提高资产配置过程中的理性。我们认为这个观点华而不实，而且总的来说过分活跃的股权市场暗中破坏了理性的资产配置而且像一只馅饼收缩机。亚当·斯密曾认为，在一个自由市场中的所有非共谋行动都被一只无形的带领经济取得最大进步的手所指引；我们的观点是，赌场式的市场以及一触即发的投资管理人员，就像一只看不见的脚绊倒并减缓了向前运动的经济。）

4.5 股东的策略㊀

去年末，伯克希尔的股价突破了10 000美元。几位股东已经对我提出，高高在上的股价给他们带来了麻烦：他们喜欢每年放弃一些股票，因此发现受到税则的阻碍，该税则划分了每年对个人不超过10 000美元的馈赠与超过10 000美元的馈赠。也就是说，那些不超过10 000美元的馈赠是完全免税的；而那些超过10 000美元的馈赠要求捐赠人从赠与税（Gift Tax）和遗产税（Estate Tax）㊁中用掉在他或她的一生中的部分免税额度，或者如果这种额度已经用完，捐赠人就要缴纳赠与税。

我可以建议三种途径解决这个问题。第一种对已婚的股东有用，这样的股东每年可以对一个受助人馈赠达20 000，只要捐赠人填写一份赠与税单，包含他或她的配偶对当年做出的馈赠的书面应允。

其次，一位股东，无论已婚还是未婚，可以做一次便宜的买卖。例如，设想一下伯克希尔的股票卖12 000美元，而那位股东仅打算捐赠10 000美元，在这种情况下，请按2 000美元的价格把股票卖给接受馈赠的人。（警告：如果你卖给接受馈赠的人的价格超过了你的计税基础，那么你还是要纳这部分税。）

最后，你可以与你想馈赠的人建立一家合伙企业，用伯克希尔的股票为

㊀ 1992年。

㊁ 美国联邦政府和若干州政府对财产赠与征收的税。按捐赠时财产的公平市价计征。其目的是为了防止偷逃遗产税。遗产税是一项主税；赠与税是一项从税。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其提供资金，而且每年只要让出在合伙企业中的几个百分点的利息。这些利息可以按任何你选择的价值计算。如果价值不超过10 000美元，那么馈赠就将免税。

我们在此发出惯例式的警告：在采取任何更加深奥的馈赠方法之前，请与你的纳税顾问商议。

我们坚持在1983年的年度报告中阐明的关于拆股的观点。㊀总的来说，我们相信我们的与所有者相关的政策——包括不拆股的政策——已经帮助我们聚集了一批对任何持股基础广泛的美国股份公司来说最好的股东。我们的股东像理性的长线所有者那样思考和行动，而且看待企业的方式很像查理和我。因此，我们的股票一贯在一个明显与内在价值相关的价格区间内进行交易。

此外，我们相信，我们的股票换手率相比其他任何一家持股基础广泛的公司的股票低得多。交易的摩擦成本——相当于许多公司的所有者的主要“税赋”——在伯克希尔实际上不存在。（我们的NYSE特定经纪商吉姆·梅奎尔的做市技能绝对有助于保持这种低成本。）显然，一次拆股不会大大改变这种状况。而且，拆股怂恿出来的新股东也不会使我们现有的股东群体升级，相反，我们相信会出现一定程度的退化。

4.6 伯克希尔的资本结构调整㊁

在股东年会上，我们会要求你们批准伯克希尔的一项资本结构调整计划，也就是创造二类股票。如果这项计划得到采纳，我们现有的普通股将被指定为A级普通股（Class A Common Stock），而且要授予新的B级普通股。

每一股“B”级股将拥有每一股“A”级股1/30的权利，除了这些例外：首先，一股B股将有一股A股1/200的投票权（而不是1/30的投票权）；其次，B股的股东没有资格参加伯克希尔的由股东指定的慈善捐赠计划。

当资本结构调整完成时，每一股A股将可以按持有人的选择在任何时候转换成30股B股。转换特权不能反向行使，也就是说，持有B股的人不能将它们转换成A股。

㊀ 见3.4节的拆股与交易活动。

㊁ 短线分隔成的各部分：1995年，1996年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们希望B股在纽约证券交易所上市，在那里它们将与A股共同交易。为了创造上市所需的股东基数——而且为了保障在B股中有一个流动的市场——伯克希尔希望公开发行至少可以筹集1亿美元现金的B股。这次发行仅通过招股说明书进行。

市场将最终决定B股的价格。但是，它们的价格应当接近于A股价格的1/30。

希望进行馈赠的A级股股东，可以发现将他们的一二股股票转换成B级股会使馈赠更方便。此外，如果对B股的需求强劲到足以把它的价格略微抬到A股价格的1/30之上，那么就会出现与套利有关的转换。

但是，由于A股给予它的持有者完整的投票权以及参与伯克希尔捐赠计划的权利，所以这些股票比B级股的地位高，而且我们希望绝大多数股东仍然持有A级股——这也正是巴菲特家族和芒格家族计划做的事，除了那些当我们自己可能转换少量股票方便馈赠的时候。绝大多数股东对A股的期望说明，它的流动性将比B股的强。

在这次资本结构调整中，伯克希尔会有一些需要权衡的事。但是它们不会在发行——对这笔钱，我们将会发现更有建设性的用途——的过程中出现，也不会在我们在何种价位卖出B股中出现。当我写到这儿的时候——伯克希尔的股价是36 000美元——查理和我不相信B股的价值会被低估。因此，我们提议的公开发行不会减少我们现有股票的每股内在价值。让我更坦率地说明我们对价值的看法：伯克希尔正在以查理和我不考虑买进的价格进行交易。

有了B股，伯克希尔会招致的东西是某些额外的成本，包括那些与应付更多股东的技术工人有关的成本。另一方面，对那些希望馈赠股票的人来说，B股应当更加方便。而且，你们中那些曾希望拆股的股东已经获得了一个自己动手拆股的方法。

然而，我们也为其他原因进行这次调整——不得不应付收取管理费的单位信托投资基金的出现，它们旨在成为伯克希尔的低价格“克隆”，而且肯定会积极地销售。这些载体背后的思想并不新颖：在最近几年，一些人已经对我说过，他们希望创造一种以低价销售的“全伯克希尔”投资基金。但直到最近，这些投资的提倡者已经听从了我的反对意见并放弃了他们的念头。

我并不想使这些人气馁，因为我宁愿有更多的投资者。如果可能，查理和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我喜欢为大多数群众把1 000美元变成3 000美元，他们可以发现这种飞跃是他们问题的一个重要答案。

然而，为了使股东的小额投资增长两倍，我们将不得不迅速把我们目前430亿美元的市值变成1 290亿美元（大约是美国市值最高的公司——通用电气的规模）。我们做不到。我们最好的希望是——平均起来——每5年使伯克希尔每股的内在价值翻番，而且我们很可能离这个目标相去甚远。

最后，查理和我并不关心股东拥有伯克希尔股票数量的多寡。我们希望的是，股东不论持股多少都能了解我们的营运，分享我们的目标与远景，而且能够知道我们的局限，尤其是那些我们的庞大资本基础强加的局限。

刚刚兴起的信托投资基金公然违背了这些目标。它们将由那些为高额佣金工作的经纪人销售，它们会给基金持有人强加上其他难于负担的成本，而且它们会全部卖给不成熟的买家，这些人易受到我们以往记录的引诱，而且易受到伯克希尔和我在最近几年得到的名声的欺骗。结局肯定是：大批投资者注定会失望。

通过我们创造的B股——一种比只投资伯克希尔股票的信托基金强得多的小面额金融产品——我们希望使这些克隆没有销路。

但是，现在与未来的伯克希尔股东应当尤为注意一点：尽管在过去5年中，我们股票的每股内在价值以极高的速率增长，但是它的市场价格增长得更快。换言之，股票的表现已经超出了公司的表现。

无论对伯克希尔还是对其他任何股票，这种市场的超常表现绝对不可能持久。必然地，也会有市场表现落后的时候。它导致的价格波动，尽管是公开市场所特有的，但也不合我们的胃口。相反，我们偏好的是使伯克希尔的市场价格精确跟踪它的内在价值。如果股票能做到这点，那么每位股东都将在他的整个所有权期间享受到与伯克希尔本身在此期间取得的进步成确切比例的收益。

显然，伯克希尔股票的市场行为可能永远不会达到这种理想状态。但是，如果我们现在和未来的股东在做出投资决策时充分收集信息，注重企业本身，而且没有暴露在高佣金的销售术之下，那么我们将更接近这一目标。为此目的，如果我们能够削弱信托基金的推行努力——而且这正是我们创造B股的原因，那么我们的境况会更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996年，我们曾通过所罗门公司两次大量发行股票，两次发行都有有趣的地方。第一次是在5月份售出517 500股B级普通股，净收入5.65亿美元。正如我以前告诉你们的那样，我们这次发行是为了回应来自可以像伯克希尔股票那样流动的单位信托基金的威胁。在信托基金的交易过程中，它们可以利用我们以往的而且绝对不可能再现的记录引诱天真幼稚的小额投资者，而且向这些无辜的人收取高额的费用和佣金。

我认为这些信托基金售出价值几十亿美元的单位轻而易举，而且我相信这些信托基金最初的成功销售会导致其他信托基金的效仿。（在证券业，什么能卖就卖什么。）同时，这些信托基金会不分青红皂白地将发行收入涌向它们定位的伯克希尔股票。可能的结果是：我们的股票出现投机泡沫。至少有一次，价格跳跃是自我确认的，因为它会把一波一波天真的、易受影响的新投资者拉到信托基金中，并再买入更多的伯克希尔股票。

一些选择退出的伯克希尔股东可能会发现这种理想的结果，因为他们可以从抱着错误希望入市的买家的费用中获利。然而，一旦出现这种情况，留下的投资者会忍受股价的暴涨，因为在那一点上伯克希尔负担起了无数不幸的间接所有者（也就是信托基金持有人）以及被玷污的名誉。

我们发行B股不仅会阻止信托基金的销售，而且可以为那些要投资伯克希尔的人——如果在听了我们发出的警告后仍然希望投资的人——提供了一条低成本的途径。为了削弱经纪商在推销新证券——因为那里有利润——时常常表现出的热情，我们只为我们的发行安排了1.5%的佣金，这是我们在普通股的承销中见过的最低报酬。此外，我们让发行的数量没有限额，借此排斥典型的IPO[㊀]买家，这些人寻求因天花乱坠的广告宣传以及股票稀缺共同导致的短期价格暴涨。

大体说来，我们尽量保证B股只被那些有长远眼光的投资者购买。这些努力总的来说是成功的：B股发行后的即时成交量——“速买速卖”（Flipping）[㊁]

㊀ Initial Public Offering，公司首次向公众发售股票。——译者注

㊁ 在开盘的时候购入IPO的股票，然后迅速在第一波上扬的过程中脱手，以获取高额利润的操作。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的粗略指标——比新发行证券的标准低得多。最终，我们增加了大约40 000名股东，我们相信他们中的大多数不仅了解他们拥有的公司，而且可以分享我们的前程。

在处理这笔特殊的交易中，所罗门兄弟公司表现得不能再好了。它的投资银行家们完全懂得我们要实现什么，而且修正了发行的方方面面，以达到这些目标。如果我们的发行在准备过程中遵循通常的标准，那么这家公司本可以赚更多的钱——也许是10倍。但是参与的投资银行家们没有按那个方向设计发行细节，相反，他们提出了与所罗门兄弟公司的经济利益相悖，但却肯定能实现伯克希尔目标的主意。特里·菲茨杰拉德（Terry Fitzgerald）统率了这个项目，因此我们要对他所做的工作表示感谢。

考虑到这种背景，你就不会太吃惊地知道，当我们在该年末决定发行一种伯克希尔中期债券时，我们再次想到了特里，这些债券可以转换为我们持有的部分所罗门公司股票。在这个例子中，所罗门公司再次完成了一项绝对一流的工作，即为筹资4.471亿美元发售了本金为5亿美元的5年期债券。每1 000美元的债券可以转换成17.65股的股票，而且在3年内可以按应计的价值赎回。算上最初发行的折扣以及一张1%的息票，这种证券可以为不想将他们转换成所罗门公司股票的持有者提供3%的到期年收益率。但是看起来，这些债券很有可能在到期以前就被转换成了股票。如果出现这种情况，我们在转换以前阶段的利息成本大约是1.1%。

在最近几年，有文章写道，查理和我对所有的投资银行费用都不满意。这完全不对。在过去的30年中我们已经支付了许多费用——从我们在1967年为收购国民保险公司而向查泰莱·赫德（Chatlie Heider）开出支票开始——而且我们很高兴支付与投资银行的表现相称的报酬。至于1996年在所罗门公司的交易，我们得到的比我们付出的多得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章

兼并与收购

对查理和我来说，伯克希尔最令人振奋的活动就是收购一家有杰出经济特性，而且由我们喜欢、信任并且敬佩的人来管理的企业。这种收购做起来并不简单，但我们会坚持不懈地找寻。在找寻过程中，我们用的是一个人可以用来寻找配偶的态度：积极、关切和开明是值得的，但是不能着急。

过去，我已经观察到许多渴望收购的经理们显然是被童年时代读到的公主吻青蛙的故事[一]施了催眠术。因为只记住了公主的成功，他们为亲吻公司这只癞蛤蟆付出了高昂的代价，希望公司获得惊人的改观。最初，令人沮丧的结局只会加深他们对围捕新癞蛤蟆的渴望。桑塔亚那（Santayana）[二]曾说，“如果你忘记了自己的目标，那么狂热会使你的努力倍增。”最终，即便是最乐观的经理也必须面对现实，站在齐膝深的毫无反应的癞蛤蟆堆里，他们会宣布一笔巨大的“重建”费用。在这个领先计划（Head Start）[三]的公司等价物里，往

[一] 德国格林兄弟创作的童话故事《青蛙王子》。大意是，有位年轻的王子被一个狠毒的巫婆施了魔法，变成了一只青蛙，生活在水潭里。只有当故事中的小公主吻了他时，才能变回原型。有一天，青蛙王子遇到了来水潭边玩耍的小公主，并为小公主找回了落入水潭中的金球。最后，青蛙王子在小公主的帮助下解除了魔法。——译者注

[二] 1863—1952，全名乔治·桑塔亚那（George Santayana）。西班牙—美国哲学家、诗人兼人类学家。——译者注

[三] 由美国联邦政府发起的，为低收入家庭儿童设立的学龄前教育计划。该计划创立于1965年，作为林登·约翰逊（Lyndon Johnson）总统的反贫困计划的一部分。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往是CEO受教育，而股东付学费。

在我作为经理的最初日子里，我也约会过几只癞蛤蟆。它们都是便宜的约会——我从不是个大方的人——但我的结局同那些追求高价癞蛤蟆的收购者的一样。我吻了它们，但它们仍是癞蛤蟆。

在经历过几次这样的失败后，我终于记起了我曾经从一位职业高尔夫球手（就像所有曾参与过我的游戏的专业人士那样，他希望隐姓埋名）那里得到的忠告，他说："熟未必生巧；但熟能生腐。"因此，从那以后，我调整了策略并开始以中等的价格买入上等的企业，而不是以上等的价格买入中等的企业。[一]

5.1 错误的动机和昂贵的价格[二]

正如我们的历史表明的那样，拥有整个企业和拥有代表企业一小部分的可买卖证券对我们来说都相当不错。我们继续寻求在每个领域投入大笔资金的途径。（但我们努力避免小动作——"如果事情根本不值得做，也就不值得做好。"）实际上，我们的保险业务的流动性要求把主要投资置于可买卖证券中。

我们的收购决策着眼于使真正的经济效益最大化，而不是使管理范围最大化，以及为了会计目的使报告数字最大化。（长远来看，强调会计表象重于经济实质的公司管理人员常常两者都实现不了。）

忽略对立即可以报告的收益的影响，我们宁愿以每股X美元的价格买入优秀企业T的10%的股权，也不愿意以每股2X美元的价格买入企业T的100%的股权。大多数公司的经理们偏爱反其道行之，而且他们的行为并不缺乏一定的理论基础。

然而，我们觉得在大部分高溢价的公司接管中，有三种单独或联合作用的动机——通常是不说出来的——最为重要：

(1) 企业或其他组织的领导极少缺乏生气，而且常常爱好改进活动与挑战。在伯克希尔，当收购在望时，公司的脉搏不会跳得更快。

(2) 大多数组织——企业或其他类型的组织——衡量它们自己，同时也被其他组织衡量，而且以规模而不是其他标准酬报经理。（问问一位"财富500强"

㊀ 引文，1992年。
㊁ 短线分隔成的各部分：1981年，1982年，1997年，1994年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经理，他的公司在这份著名的名单上排在第几位，回答的数字总是一成不变地按销售额排名；若如实按同样500家公司的盈利能力排名，那么他很可能根本不知道他的公司在“财富”排名中的位置。）

(3) 遭到监禁的潇洒王子被美丽公主的一吻从癞蛤蟆的身体中解脱出来，在易受影响的童年时代，许多管理人员显然对这样的童话故事印象深刻。结果，他们确信他们的管理之吻可以对公司T（Target，目标）的盈利能力带来奇迹。

乐观主义是必不可少的。如果缺少这种乐观的想法，为什么公司A（Acquisitor，收购方）的股东要以2X的收购成本，而不是他们自己直接在市场上买入时的市价X，拥有T的股权呢？

换言之，投资者总是可以按癞蛤蟆的现行价格购买癞蛤蟆。相反，如果投资者提供资金给希望为吻癞蛤蟆的权利支付两倍价钱的公主们，那么这些吻最好具有某种真正的威力。我们已经观察了许多吻，但没什么奇迹。然而，许多负责管理的公主仍然平静地相信她们的吻的未来潜能——甚至在她们的公司后院已经深陷在毫无反应的癞蛤蟆中之后。公平地说，我们应当承认有些收购记录确实十分耀眼，有两大类尤为出色。

第一类的公司通过谋划或突发事件，收购那些特别能适应通货膨胀环境的企业。这些被看中的企业必须有两种特性：（1）轻易涨价（甚至在产品需求乏力而且生产能力还未充分利用的时候）而不必担心严重丧失市场份额或者单位产量的能力，以及（2）只需要微小的额外资本投入，就能在业务中容纳巨额资金增长（常常因通货膨胀而不是实际成长产生）的能力。在最近几十年中，通过集中于符合这些标准的投资机会，能力一般的经理也能取得优异的成绩。但是，极少数企业同时拥有这两种特性，而且收购这些企业的竞争现在已经变得非常激烈以至于达到了自拆台脚的程度。

第二类是指那些超级管理明星——这些人可以认出罕见的伪装成癞蛤蟆的王子，而且有剥去他们伪装的管理能力。我们向这样的经理们致敬，如西北工业公司（Northwest）的本·黑尼曼（Ben Heineman），特力戴（Teledyne）的亨利·辛格顿（Henry Singleton），国家服务工业公司（National Service Industries）的欧文·赞班（Erwin Zaban），尤其是大都会通讯公司（Capital Cities Communications）的汤姆·墨菲（一位“能用一份价钱购得二份货”的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正管理者，他的收购工作集中于第一类，而他的营运天才使他成为第二类中的领袖。）从直接和间接的经验，我们都能认识到这些主管人员的成就来之不易。（他们也一样；这些冠军在最近几年极少收购别的公司，而且常常发现回购他们自己的股票是公司资本最切合实际的落脚处。）

不幸的是，你们的董事长不具有第二类的资格。而且，尽管我们对迫使我们专注于第一类收购的经济因素有深刻的了解，我们这种类型的实际收购活动仍然零零星星。我们的布道比我们的表现要好。我们忽视了诺亚（Noah）㊀的原则：重要的是建造方舟，而不是预测暴风雨。

我们偶尔也尝试以便宜的价格购买几只癞蛤蟆，其结局在过去的年报中有所记载。显然，我们的吻没有达到预想的效果。我们与几个王子相处得很好——但在收购时他们已经是王子了，至少我们的吻没有使他们再变回到癞蛤蟆。因此，最终我们偶尔可以相当成功地以癞蛤蟆的价格买入容易鉴别的王子的部分权益。

………… ● ● ● …………

1983年，伯克希尔与蓝筹食品代用券公司（Blue Chip Stamps）正在考虑合并。如果兼并成功，那么它将包括一次基于对两家公司采用相同估值方法的换股。现有管理层任期内由伯克希尔或其附属公司进行的另一次重要的股票发行是在1978年伯克希尔与多元零售公司（Diversified Retailing Company）的合并过程中。

我们的股票发行遵循一条简单的基本规则：我们不会发行股票，除非我们得到的企业内在价值与我们给予的等量。这样一条政策看起来不言自明。你们可能会问，为什么有人要发行纸币换取50美分的硬币？不幸的是，许多公司经理一直愿意这样做。

在进行收购时，这些经理的第一个选择可能是使用现金或债务。但CEO对收购的渴望常常超出公司的现金和信用资源（当然我的渴望总有这些资源的支

㊀ 《圣经》中的人物，奉神之命建造方舟。在他600岁时，神连降40天暴雨，造成洪水泛滥，而诺亚用方舟拯救了家人及其他飞禽走兽。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持）。而且，这些渴望常常出现在他自己的股票价格大大低于企业内在价值的时候。这种事态导致生死一决。在这点上，正如约基·伯拉（Yogi Berra）⊖所说，“仅凭注视，你就可以观察到许多东西。”因为那时股东会发现管理人员真正偏好的目标——扩大统治范围还是维护所有者财富。

在这些目标间做出选择的需要出于一些简单的原因。许多公司在股票市场中的售价常常低于它们的企业内在价值，但是，当一家公司希望在协议交易中整体出售时，它就不可避免地要求——而且通常也能够——得到完整的企业价值，而无论这种价值用何种货币支付。如果要在支付中使用现金，那么卖家对所得价值的计算就简单得不能再简单了。如果买家的股票要做为货币，那么卖家的计算仍然比较简单：仅需计算出从股票中得到的现金形式的市场价值。

同时，希望以自己的股票作为货币用于收购的买家也不会有问题，只要股票在市场上完全以内在价值交易。

但是，让我们假定股票仅卖其内在价值的一半，在这种情况下，买家就会面对用一种被大大低估的货币进行收购的悲惨景象。

令人啼笑皆非的是，如果买家反过来成为它的整个企业的卖家，那么它也会为完整的企业内在价值而谈判，而且很有可能如愿以偿。但是，如果买家仅出售其自身的部分股权——*而且这正是为了收购而发行股票所要达到的金额*——那么它通常能够得到与市场选择给予这些股票的价值同等的价值。

仍然向前冲的收购方最终用被低估（市场价值）的货币支付实足价值（协议价值）的财产。结果，收购方必须为了收到1美元的价值而放弃2美元的价值。在这种条件下，以平价买入优秀的企业就成了一桩可怕的买卖。因为我们不可能用被估价成铅的金子，甚至是银子，明智地买入被估价成金子的金子。

但是，如果对公司规模和收购行动的渴望足够强烈，收购方的经理就会为这种诋毁价值的股票发行寻找充分合理的依据。友善的投资银行家会使他相信收购行动合理稳妥。（不要问理发师你是否需要理发。）

这些发行股票的管理人员会使用以下几条他们钟爱的合理依据：

(a) “我们正在收购的公司将来会值钱得多。”（正在卖掉的老企业的股权大概才会有这种结果；未来前景隐含在企业的估值过程中。如果为X发行2X，

⊖ 1925—，美国职业棒球运动员，曾创造过接球手本垒打记录（313次）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么当双方的企业价值都翻番时，不平衡仍旧存在。）

(b) “我们必须成长。”（有人可能会问，这个“我们”是谁？对现在的股东来说，实际情况是在股票发行的时候所有现有的业务都缩了水。如果伯克希尔明天为了收购发行股票，那么伯克希尔就会拥有它现在拥有的一切外加新收购的企业，但是在像喜诗糖果、国民保险公司等等这样难以匹敌的企业中你们的权益就会自动减少。如果（1）你家拥有一个120英亩的农场，而且（2）你邀请相比之下只有60英亩土地的邻居将他的农场并入到一家对等的合伙企业中——而你是管理合伙人，因此（3）你的管理范围就会扩大到180英亩，但你会把你家在土地面积和农作物上的所有权益永远减少25%。要想以所有者的费用扩大领地的经理们，最好考虑在政府中谋职。）

(c) “我们的股票被低估了，而且我们已经使它的作用在这笔交易中降至最低——但是我们需要向正在出售股票的股东支付51%的股票和49%的现金，以至于这些股东中的一部分人可以得到他们要的免税交易。”（这种论点承认，缩减股票发行对收购方有利，而且我们喜欢这样。但是，如果100%地使用股票有损于老所有者，那么51%的比例很可能也会有损于老所有者。毕竟，如果一条西班牙猎狗损坏了某人的草坪，那么他是不会高兴的，这只是因为它是一条西班牙猎狗，而不是圣·伯纳德（St. Bernard）㊀。而且卖家的希望不可能是买家最佳利益的决定因素——如果卖家坚持撤换收购方的CEO是兼并的一个条件（决不可能出现这种事），那会出现什么情况呢？）

在为收购发行股票时，对老所有者来说，有三条途径可以避免对价值的破坏。一是进行真正的企业价值换企业价值的兼并，就像伯克希尔—蓝筹公司的结合打算做的那样。这样一种兼并对双方的股东都力求公平，就企业内在价值而言每一方收到的都与付出的等量。达特工业公司—卡夫食品公司，以及纳贝斯克—标准品牌公司的兼并看起来就属于这种类型，但它们只是例外。这并非是因为收购方希望避免这种交易；只是因为它们极难进行。

当收购方的股价等于或高于企业内在价值时，第二种途径就会自动呈现出来。在那种情况下，用股票作为货币实际上可以增加收购公司所有者的财富。

㊀ 一种起源于欧洲的，红白相间的大型犬类，体重可达70~90公斤，身高可达69厘米。灵敏的嗅觉和极佳的方向感使它特别适于找寻深埋在积雪中的失踪者。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1965～1969年，许多兼并都是在这个基础上实现的。1970年以来，大多数兼并活动正好相反：被收购公司的股东收到了大大膨胀了的货币（常常是受可疑会计方法和推销技巧的推动），因而是这种交易中的财富损失者。

在最近几年，第二种方案适用于极少数大公司。例外存在于那些处于诱人或者增长业务中的公司，市场对它们的估价暂时等于或高于企业内在价值。

第三种解决方案适用于那些要继续收购，然后再回购与兼并中发行的股票等量的股票的收购者。用这种方法，最初是股票换股票的兼并可以有效地转换成现金换股票的收购。这种回购是修复损失的步骤。经常读我们年报的读者可以正确猜到，我们宁可采用可以直接增加所有者财富的回购，而不是仅仅修复先前损失的回购。记录橄榄球落地得分比取回漏接的球更令人振奋，但是，如果接球失误已经发生，那么回收是非常重要的，因此我们诚心诚意地推荐修复损失的回购，它们可以把不良的换股交易变成公平的现金交易。

在兼并中使用的语言会干扰股票发行，而且鼓励经理们采取无理性的行动。例如，"稀释"通常是在比例基础上认真地计算每股的账面价值和当前收益。尤其注重对后者的稀释作用。如果计算结果在收购公司的立场上是负的（稀释的），那么公司就会（如果不在其他地方，那就是在内部）做出证明收购是正确的解释，即曲线会在将来的某个点上交汇。（虽然交易常常在实践中失败，但它们从未在预测中失败——如果CEO显然对预期中的收购志在必得，那么他的下级和顾问就会提供必要的预测使任何收购价格变得合理。）如果对收购者来说计算产生的数字直接就是正的——也就是抗稀释的，那么公司就会认为没有必要说明。

对这种形式的稀释的注意有些过头：当前的每股收益（或者甚至是今后几年的每股收益）在许多企业估价中是重要的变量，但远不是无所不能的变量。

已经有大量的兼并——在这种有限的意义中没有稀释效应——立即破坏了收购者的价值。而且，一些已经稀释了的每股当前收益以及短期收益的兼并实际上一直在提高价值。真正有意义的是，对于企业内在价值（一种涉及许多变量的判断）来说兼并是由稀释作用的还是抗稀释的。我们相信按这个观点的稀释计算是非常重要的（但很少得到执行）。

第二个语言问题与交换的方程式有关。如果A公司宣布它将发行股票兼并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

B公司，那么这个过程通常就被描述成“A公司将收购B公司”，或者“B出售给A”。如果采用一种更加笨拙但更加精确的描述，那么事情就会得出更加清楚的结论：“出售部分A以获得B”，或者“B的所有者收到用来交换他们财产的部分A。”在一笔买卖中，你们正在给予的与你们正在获得的同等重要。即便对正在给予什么的最后计算耽搁了，这条规则仍然正确。随后出售的普通股或者可转换证券——为了给一笔交易筹措资金或者为了恢复资产负债表的稳定——在评估最初收购的基础数学中必须全部算在内。(如果公司怀孕将是公司交配的结果，那么面对这个现实的时间是在狂喜的时刻之前。)

经理们和董事们通过问自己是否会按出售企业一部分的价格出售企业的100%，可以使他们的思考变得更加敏锐。而且，如果在这样一种基础上出售整个企业并不明智，那么他们就应该问问自己为什么出售一部分就明智了呢。管理上的小愚蠢累积起来就会导致大愚蠢——而不是大胜利。拉斯·维加斯(Las Vegas)正是建立在人们参与表面上损失很小的资本交易时出现的财富转移之上。

就注册的投资公司而言，“给予对所得”的因素最容易计算。假定在股市中按财产价值的50%交易的X投资公司希望与Y投资公司合并，再假定X公司决定发行市场价值与Y的财产价值相等的股票。

这样一种换股会使X公司为了Y公司1美元的内在价值出卖它以前2美元的内在价值。X公司的股东和SEC会立即发出抗议，后者规定注册的投资公司的兼并必须公平。这样一种交易简直不可能得到批准。

至于制造、服务、财务等公司，价值通常不像投资公司那样可以精确计算。但是我们已经看到在这些行业中的兼并，就像我们在上面假设的例子那样，严重损害了收购公司所有者的价值。如果管理人员与董事们能够用相同的尺度衡量双方的企业以使交易公平，那么这种损害就不会发生。

最后，必须得对出现稀释价值的股票发行在收购公司的所有者身上产生的“双重打击”效应作用作出说明。在这种环境下，第一个打击是通过兼并本身发生的企业内在价值损失。第二个打击是市场价值对现在已稀释的企业价值相当理性地向下修正。原因是，一方面是通过不明智的股票发行破坏财富的管理人员手中掌握的资产，另一方面是有着完全相同的营运天资但又以厌恶有损于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有者的行为闻名的管理人员托管的资产，现有的和未来的所有者显然不会为这两种资产付一样的钱。一旦管理人员表现出对所有者的利益感觉迟钝，那么股东就得为他们股票的价格/价值比（相对于其他股票）忍受相当长的一段时间，而无论管理人员做出什么样的保证说采取这种价值稀释的行动只此一次。

市场对待这些保证，就像在餐馆里对待色拉中有一只虫的解释。这种解释即便是由新侍者说出口，无论是对受到冒犯的顾客还是正在犹豫点什么的邻座两方面，也不会消除对色拉需求（也就是市场价值）的下降。别的事情也是一样，当经理已经证明不愿在任何时候发行对企业所有者不利的股票，那么这家公司就会得到与企业内在价值相关的最高的股票市场价格。

………… ● ● ● …………

我已经提到过，在收购中我们宁可使用现金而不是伯克希尔的股票。对历史记录的研究会告诉你原因：如果你将我们所有仅使用股票的兼并（不包括我们兼并两家附属公司：多元零售公司和蓝筹食品代价券公司）汇总，就会发现如果我不进行这些交易，那么我们股东的经济状况会略微糟糕一些。当我发行股票时，是以你们的钱为代价，尽管这样说让我痛心。

得清楚一件事：这种成本从未发生，因为不管怎样我们被卖家误导，或者因为他们从那以后未能用勤奋和技巧管理企业。正相反，在我们商谈交易时，卖家完全是坦率的，而且从那时到现在一直很得力。

相反，我们的问题是，我们拥有许多真正了不起的企业，这意味着卖掉它们的一部分换取某些新东西几乎永远没道理。当我们在兼并中发行股票时，我们减少了你在所有我们部分拥有的公司中的所有权，如可口可乐、吉列和美国运通，而且也减少了你在所有我们经营有方的公司中的所有权。来自体育的一个例子将解释我们面对的困难：对一支棒球队来说，获得一名能指望打出0.350的运动员总是件妙事——除非这支球队为达成交易必须卖出0.380的击球手。

由于我们的花名册上满是0.380的击球手，我们已经努力为收购支付现金，而且我们的记录好得多。从1967年收购国民保险公司开始，持续收购其他公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中有喜诗、《布法罗新闻》、思考特·费泽公司以及GEICO，我们已经得到了——用现金——许多大公司，它们在我们购买之后表现惊人地出色。这些收购给伯克希尔带来了巨大的价值——实际上，远远超过我们在收购时的预期。

我们相信，对我们来说，几乎不可能将我们目前的企业以及管理层“折价换取更贵重的东西”。我们的处境与卡默洛特（Camelot）[㊀]的莫德雷德（Mordred）[㊁]相反，格韦纳维亚（Guenevere）评论他说：“我能对他说的一件事，就是他一定要结好婚。但每个人都在他之上。”结好婚对于伯克希尔来说极其困难。

…………● ● ●…………

在反复思量企业兼并与收购时，许多经理倾向于把注意力放在交易是否会立即对每股收益（或像金融机构中说的对每股的账面价值）产生稀释。强调此类事情会带来巨大的危险。想像一下，一名25岁的MBA一年级学生正在考虑将他的未来经济利益与一位25岁的做零工的工人的未来经济利益合并。这个还未挣钱的MBA学生会发现，用“股票换股票”的方式将他自身的权益与那位做零工的工人的权益合并，可以（大规模地）提高他的短期收益。但是，对这位学生来说，还有什么比这种交易更蠢的事呢?

在公司交易中，如果预期中的被收购方有着不同的前景，不同的经营性资产与非经营性资产混合比，或者不同的资本结构，那么将要成为收购方的公司专注于当期收益也同样愚蠢。在伯克希尔，我们已经拒绝了许多兼并与收购机会，它们本可以提升我们的当期收益和短期收益，但会降低每股的内在价值。相反，我们的方法听从了韦恩·格兰斯基（Wayne Gretzky）[㊂]的忠告：“到冰球要去的地方，而不是它现在呆的地方。”结果，我们的股东现在比我们采用标准的教义时多拥有几十亿美元。

令人悲痛的是，大部分大收购都表现出一种惊人的失衡：对被收购方的股

㊀ 传说中英国亚瑟王宫廷所在地。——译者注

㊁ 亚瑟王的侄子和骑士。——译者注

㊂ 1961—，加拿大冰球运动员。美国全国曲棍球联合会（National Hockey League）历史上最伟大的球员。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东来说它们是个大富矿；它们提高了收购方管理人员的收入和地位；而且它们对双方的投资银行家和其他专业人员来说是个蜜罐。哎呀！但是它们一般都减少了收购方股东的财富，而且常常是大幅减少。出现这种情况是因为，收购方通常放弃了比它得到的内在价值更多的内在价值。已从Wachovia Corp.公司退休的领导人约翰·麦德林（John Medlin）说，这种收购做的太多，"你就是在倒过来玩连锁信（Chain Letter）的游戏⊖"。

随着时间的流逝，公司经理配置资产的技能对企业价值有着巨大的冲击。几乎可以肯定，一家真正优秀的企业生的钱（至少在它最初的几年中）比它内部能够使用的钱多得多。这家公司当然可以通过股利或股票回购的方式，把钱派发给股东。但是，CEO常常会问战略规划人员、顾问或者投资银行家们，进行一两次收购是否更有意义；这就好比是在问你的室内装修人员，你是否需要一块50 000美元的垫子。

这种收购问题常常掺杂着一种生物学上的偏见：许多CEO之所以成为CEO的部分原因在于他们有活力而且自负。如果一位主管人员极具这些品质——必须承认，有时这是他们的优势——那么当他达到权利的顶峰时这些品质也不会消失。当这样一位CEO被他的顾问们鼓动进行交易时，他的反应就会像一位十几岁男孩受他父亲的鼓动过一次正常的性生活一样。这并不是他需要的推动。

几年前，我的一位CEO朋友——必须说明这是开玩笑——无意中描绘了许多大买卖的病理。这位经营一家财产—灾害保险公司的朋友正在对他的董事们解释，为什么还要收购一家寿险公司。 在单调而低沉地说了一通关于这次收购的毫无说服力的经济学与战略原理后，他突然放弃了讲话稿。他摆出一副顽皮的样子，只说了一句："啊噢！伙计们，所有的家伙都有了一家寿险公司。"

在伯克希尔，我们的经理们将继续实现那些对普通企业来说异常高的回报。第一步，他们将寻找途径在业务中优先运用收益。如果收益有剩余，他们会交给查理和我。然后，我们会尽力使用这些资金构筑每股内在价值。我们的目标是部分收购或者全部收购那些我们相信我们了解的公司，那些有着优秀的，可以持续发展的内在经济状况的公司，以及那些由我们喜欢、钦佩并且信任的经

⊖ 要求收信人看过信后复写成一定的份数，再分寄给其他人，如此不断持续以扩大收信人的范围。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理们运作的公司。

5.2 合理的股票回购与反收购[一]

我们对回购的认可仅限于那些受价格/价值关系支配的回购，并未扩展到“反收购式”的回购——一种我们发现是令人厌恶而且矛盾的习俗。在这些交易中，通过剥削无辜的而且未与之商议的第三方，双方都实现了他们的个人目的。这些玩家是：（1）甚至股票证书的墨迹未干以前就把他“要钱还是要命”的消息传达给经理们的“股东”勒索者；（2）以任何价格——只要是别人付账——尽快寻求和解的公司内部人士；以及（3）手中的钱被（2）用来赶走（1）的股东们。当尘埃落定的时候，打劫的股东过客会大谈“自由企业”，被打劫的管理人员会大谈“公司的最佳利益”，而站在一边的无辜股东只有默默地掏钱付账。

5.3 杠杆收购[二]

如果成功的公司业务收购是如此之难，那么人们又怎么解释近来已经买下公司的大多数杠杆收购（Leveraged Buy Out，LBO）[三]操作者的普遍成功呢？答案的大部分来自于所得税效应[四]以及其他简单的效应。在典型的LBO中，当大部分产权资本被置换成90%的债务加上占资本总额10%的新普通股头寸时：

(1) 所有这些新普通股加上所有新债务的市场价值，比以前所有老普通股的市场价值高得多，因为，现存的税前收益流不再与公司所得税征收者分享，这些征收者以前在许多情况下每年比股东收到更多的现金；

(2) 甚至是在公司税降低产生的价值提高效应，通过支付给老股东高昂的价格让他们卖出股票，而被他们分享之后，价值提高效应留存的残余使新普通股（现在已经更像一种有优惠条款的投机认股权证）因收购文件生效比成本值钱得多；

(3) 新“所有者”然后会诉诸构想与贯彻都很困难的策略，包括：

[一] 引文，1984年。

[二] 1989年度Wesco财务公司致股东的信，查理 T. 芒格撰写。经重印许可。

[三] 一种主要由债务融资进行的收购。投资者通过负债，购买整个公司或其分公司的股票或资产。——译者注

[四] 根据美国法律，债务的利息在计算应税收益时可以从收益中抵扣，但股利不能。LBO严重依靠债务，因此它们得到了更多的利息抵扣，节省了纳税。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(a) 他们消除了许多可以轻易去除的成本（大部分是人事成本）以及落后的部门，这些部门（i）用懒惰和愚笨来虐待成功的公司（包括我们的公司），以及（ii）创造他们仁慈的恩惠以及通过目前的牺牲创造证明忍受的牺牲是正确的长期美景；

(b) 他们以超高价出售了几个营运部门，有时是出售给一个直接的竞争对手来练习最简单的微观经济洞察力，有时是出售给一个极易找到的、非竞争对手性质的、非经理所有的公司买家，这个买家愿意出与竞争对手一样高的价钱；

(4) 新"所有者"因此及时获利，这些利润不仅来自于税收效应和其他上面提到的简单改组活动，还来自在伴随着牛市的长期业务繁荣中出现的极端财务杠杆产生的上升效应。

国家是否要求众多（甚至是任何）大型股份公司有高杠杆的资本结构——除了偶然的灾难引发的之外——提出了令人感兴趣的社会问题。股份公司的一项社会功能是有强大的财力，以致于它们可以像减振器那样保护隶属的雇员、供应商和顾客免受资本主义固有的剧烈波动吗？本·富兰克林（Ben Franklin）[⊖]把"空麻袋很难立直"的民间常识加到《可怜的理查德年鉴》（*Poor Richard's Almanac*）[⊜]中正确吗？一家完全靠借贷过活的衰弱公司，不就像一座结构强度储备不足的桥吗？就算杠杆买断在长期功效上有一些有利的效用（就像有一些不利的效用一样），我们希望有多少能干的人发起（1）可以减少公司所得税，（2）常常检验反垄断法的限制，以及（3）为了减轻债务压制水平而把业务重点置于短期现金产出上的公司资产重组活动呢？最终，就像哥伦比亚法学院（Columbia Law School）教授路·洛文斯坦（Lou Lowenstein）或多或少定义的那样："我们真的要求所有作为重要社会机构的企业，像猪胸肉合约（Pork Belly Contract）[⊜]那样不停地交易吗？"

⊖ 1706—1790，全名本杰明·富兰克林（Benjamin Franklin），美国科学家兼政治家。——译者注

⊜ 富兰克林于1757年创办的一部关于他本人的年鉴，充满了对如何在世上取得进步的至理名言。当时，他以理查德·桑德拉斯（Richard Saunders）为笔名。——译者注

⊜ 标准商品期货合约的一种。它不停地交易（速买速卖）的主要原因是猪胸肉像橙汁（另一种标准商品期货合约）那样会腐烂变质。巴菲特引用这句话意指，对待优秀公司的股票不能像对待猪胸肉合约那样，因为这些股票代表的公司所拥有的价值应当可以存在相当长的一段时间。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，这些社会问题已有了答案，当前形势中有三个方面很明确。第一，公司的纳税效应在LBO交易中太大，以致于这种交易的轻易成功并不意味着在普通的公司收购中成功唾手可得。第二，现在与我们在一起的一群群杠杆买断运作者，把通常的收购价抬高到了对其他有意向的收购者——包括Wesco——不利的地步，这些收购者不愿通过最大限度的举债使纳税利益最大化。第三，只要现行容许这种交易的法律继续存在，这些LBO的运作者就不会停止。在这些法律之下，这些运作者有真正的优势，而不只是一块有助推销的遮羞布。即使失败与耻辱会减少他们的数量，而且杠杆买断交易的价格会下降，但是减少公司所得税的资本化价值仍然存在，因此，对这种交易的大量合理刺激仍旧存在。LBO妖怪会遇上挫折，但除非新法律下命令，否则他就不会回到瓶子中。

还应当注意，LBO运作者对收购价的刺激最终并不能得到从税法引申出的真正优势，以及毫无顾忌地快速改组公司的意愿满足。对高买价的其他刺激来自LBO合伙制中的普通合伙人不必拿自己的钱（算上手续费后比没有还少）去冒险，却能分得大笔收益的典型结构。这种安排与招揽赛马看客下赌注的方法相似。谁见过哪个这样的人不希望自己的下注人赌上一大把呢？

对Wesco这样一位非LBO运作者而言，成功的公司收购游戏总是棘手的。而且这种游戏在最近的每一年中，已经更像在明尼苏达州（Minnesota）的水蛭湖（Leech Lake）中钓北美狗鱼（Muskie）⊖，在那儿，笔者最早的业务伙伴埃德·霍斯金斯（Ed Hoskins）曾与他的印第安向导有下面一段对话：

“在这个湖里抓到过北美狗鱼吗？”

“比在其他任何明尼苏达的湖中抓到的都要多，这个湖以北美狗鱼闻名。”

“你在这儿捕了多少年鱼？”

“19年。”

“那么你抓到过多少条北美狗鱼？”

“一条也没有。”

如果公司的管理人员有我们的观点，那么我们就可以有把握地预测公司收购十分罕见。因为这个游戏几乎对每个人都很难，或仅仅是因为这个游戏对我们来说很难，所以正像我们愿意相信的那样，有没有收购，结果对Wesco的股

⊖ 最早发现于美国的大湖流域（Great Lakes），长可达2.4米，重可达50公斤。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东来说都一样：比我们所有人喜欢的更不合算的活动。但是，可能有一个安慰：一系列巨大的，无法纠正的收购问题，很少出自认为收购游戏就如同在水蛭湖钓北美狗鱼的人。

5.4 稳定的收购政策㊀

想到我们总是对大多数经理的收购活动发问，我们对一年中的三次收购欢呼雀跃了整整一年看起来就有些奇怪。放心，查理和我还没有丢掉我们的怀疑论：我们相信大多数交易确实有损于收购公司的股东。来自《HMS围裙》（*HMS Pinafore*）㊁中的台词每每都很适用："事情很少像它们看上去的那样，请撇下牛奶的伪装做奶油。"特别地，卖方及其代表总是提出娱乐价值大于教育价值的财务预测。在制造玫瑰色的剧情时，华尔街可以靠华盛顿撑住自己。

无论如何，为什么潜在的买家还要看看卖家准备好的预测让我困惑不解。查理和我从未看过它们一眼，相反却谨记有一匹病马的人的故事。在看兽医的时候，他说："您能帮助我吗？我的马有时勉强能走，但有时却一瘸一拐。"兽医的回答是："没问题——在它勉强能走的时候，卖了它。"在收购与兼并的世界中，这匹马会被当作塞克拉泰瑞特（Secretariat）㊂叫卖。

在伯克希尔，我们也有其他有意进行收购的公司在预测未来时遇到的各种困难。就像他们一样，我们也面对一个固有的问题，即企业的卖家对企业的了解远胜于买家，而且可以挑选出售的时机——通常可能是在公司"勉强能走"的时候。

即使这样，我们也有一些优势，也许最大的优势在于我们**没有**一个战略规划。因此，我们感觉没有必要朝一个制订好的方向（一个几乎肯定导致愚蠢收购价格的航向）前进，而是可以简单地决定什么对我们的所有者来说更有意义。在决定的过程中，我们总是在内心把任何我们正在仔细考虑的行动与其他许多

㊀ 短线分隔成的各部分：1995年，1991年（后者与1982年开始及其后续的版本相似）。

㊁ 出生于英格兰的美国女演员朱莉亚·马洛（Julia Marlowe）到美国后的第一次被记载的表演就是在这部名为《HMS围裙》的喜歌剧中。——译者注

㊂ 1970—1989，美国纯种赛马。1973年，塞克拉泰瑞特曾同时创造了在肯塔基州赛马会（Kentucky Derby）上用1分59秒40跑完1.25英里，以及在贝尔蒙树桩赛马会（Belmont Stakes）上用2分24秒跑完1.5英里的两项纪录。在1973年的赛季之前，一个投资者辛迪加出资600多万美元买下了塞克拉泰瑞特。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向我们敞开的机会相比较，包括通过股票市场买入世界上最优秀企业的小部分股权。我们进行这种比较——拿收购与被动投资相比——的习惯，是仅仅关注扩张的经理们难得采用的戒律。

几年前，彼得·德鲁克（Peter Drucker）㊀在与《时代》杂志（*Time Magazine*）的一次谈话中，点出了事情的本质："我要告诉你一个秘密：做交易胜于工作。做交易刺激、有趣，而工作会带来满身污秽。运作主要是大量肮脏的细节工作……做交易则浪漫、撩人心弦。这就是为什么你要做那些无聊的交易。"

在进行收购时，我们还有更进一步的优势：就支付方法而言，我们可以向卖家提供一种汇集了许多优秀企业的股票。希望卖掉一家企业但又希望无限期递延任何税赋的个人或家族，不难发现伯克希尔的股票是一种特别适宜的财产。实际上，我相信这种演算在我们于1995年以换股方式进行的两次收购中，曾起过重要的作用。

除此之外，卖家有时会关心将他们的公司置于一个不仅持久，而且可以为经理们提供舒适、高效工作条件的公司家庭中。这时，伯克希尔又可以提供特别的东西，我们的经理在运作公司时有高度的自治权。此外，我们的所有制结构能使卖家明白，当我说我们会保留买进的公司时，这个承诺实实在在。在我们这边，我们喜欢与那些在乎自己的公司和雇员的所有者做交易。相比那些仅仅是要拍卖掉自己公司的卖家，一个买家在与上面那种类型的卖家打交道时，发现的不合意的惊奇更少。

前文所述除了做为对我们收购风格的解释之外，当然不是一种精致的销售广告。如果你拥有或代表一家2 500万美元甚至更多税前收入的公司，而且它符合我们的标准（见下文），就请给我来个电话。我们的商讨将绝对保密。而且，如果你现在不感兴趣，那就把我们的建议在心中留个底：我们永远不会失去胃口收购经济状况良好而且管理优秀的公司。

在对收购下这种小小的断言时，我不得不提到去年一位公司的主管人员给

㊀ 1909—，生于奥地利的美国管理专家。德鲁克在他于1952年出版的经典之作《管理实践》（*The Practices of Management*）中建立了"目标管理"（Management By Objectives，MBO）理论。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我讲的故事。他在其中成长起来的是一家优秀的企业，在行业中长期处于主导地位。但是，它的主打产品没有什么魅力。因此几十年前，公司雇用了一名管理顾问，他——很自然地——提出了多元经营的建议，这是当时和现在的时尚。（“一元经营”还不流行。）不久，这家公司收购了几家企业，而且每次都是在管理顾问公司进行了长期的——而且是昂贵的——收购研究之后。结局呢？这位主管人员伤心地说，“刚开始时，我们利润的100%来自于原先的公司。但10年后，比例上升到了150%。”

•••••••••••• ● ● ● ••••••••••••

尽管我们进行的四次大收购都有著名的投资银行代表卖方，但这之中仅有一次是投资银行与我们联络，这看起来让人扫兴。在其他三个案例中，我本人或一个朋友在投资银行已经请求了自己的委托人之后就启动了交易。我们希望看到中间人因想到我们而赚到手续费——而且想在此重复一下我们在寻找什么样的公司：

(1) 大公司（至少有5千万美元的税后利润）；

(2) 证明有持续的赢利能力（预测未来我们不感兴趣，“扭转”局面我们也不感兴趣）；

(3) 在少量举债或不举债时，公司的净资产收益状况良好；

(4) 管理得当（我们不可能提供管理）；

(5) 业务简单（如果技术太复杂，我们会弄不明白）；

(6) 明确的售价（我们不想浪费我们的或是卖方的时间，在价格不明朗的时候商讨，甚至是初步商讨交易）。

我们不会从事敌意的接管。对于我们是否感兴趣，我们可以允诺完全保密且非常迅速的回答——通常在5分钟之内。（对于H. H. 布朗鞋业，我们甚至不必花5分钟。）我们偏向以现金方式收购，但会在我们得到的企业内在价值与我们给予的等值时，考虑发行股票。

我们喜爱的收购形式是，身为公司所有者的经理希望能从中产生大量的现金，这样做有时是为了他们自己，但常常是为了他们的家人或不太交易的股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们。同时，这些经理希望保留继续像他们过去那样经营公司的重要所有者。我们认为我们提供的收购条件特别适于抱有这些目标的所有者，而且我们邀请潜在的卖家通过与我们过去做过生意的人接触来检验我们。

查理和我经常接洽到没有接近我们标准的各种收购：我们已经发现，如果你表示出买牧羊犬的兴趣，那么就会有许多人打电话给你，希望把他们的西班牙长耳猎犬卖给你。一句乡村音乐的歌词表达出了我们对新企业、扭转局面，或拍卖式出售的感觉："如果电话铃不响，你就知道那是我。" ㊀

除了对收购我们上面提到的企业感兴趣外，我们还有兴趣协议收购大量——但不是控股的数量——能与我们在大都会、所罗门、吉列、美国航空、冠军纸业和美国运通持有的股份相当的股票。但是，我们没兴趣听到关于我们可以在普通的股票市场中进行收购的建议。㊁

5.5 关于出售一个人的企业㊂

大多数企业所有者用他们一生中较好的时光构建他们的企业。根据构建在无休止的重复上的经验，他们加深了他们在贸易、采购、人员选择等等方面的技能。这是一个学习的过程，所以在一年中犯的错误常常会对未来几年中的能力与成功做出贡献。

相反，有所有权的经理们只把他们的企业出售一次——常常是在一种有来自各方面压力的、受情绪影响的氛围中出售。大多数压力通常来自经纪人，他们在销售完成之后才会得到报酬——无论其结果对买卖双方来说如何，这个决定就财务和个人来说对所有者是如此重要的事实，可以使出售过程更有而不是少有错误的倾向。而且，在一生中只有一次的企业出售中犯的错误是不可逆转的。

价格非常重要，但常常不是出售中最关键的一面。你和你的家族有一家与众不同的企业——在你的领域中独此一家——而且任何买家都会认识到这一

㊀ 在1988和1989年度信中的最后一句话是："我们对新企业、扭转局面或拍卖式出售的兴趣可以用戈德文主义（Goldwynism。塞缪尔·戈德文（Samuel Goldwyn），1882—1974，出生于波兰的美国电影制片人。——译者注）来表达："请把我除外。"

㊁ 后来的信包括下面这句话："公司越大，我们的兴趣越大，我们喜欢进行50亿～200亿美元的收购。"

㊂ 短线分隔成的各部分：1990年的附录B——致公司潜在卖家的信的形式；1999年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点。它也是一家随着年月的流逝更有价值的企业。因此如果你决定不是现在出售，那么你也很可能在将来从中赚更多的钱。有了这个认识，你就可以分配力量，并花费必要的时间挑选你要的买家。

如果你必须决定出售，那么我认为伯克希尔·哈萨维可以提供一些其他买家不能提供的有利条件。实际上所有这些买家都属于下面两类中的一种：

(1) 一家位于别的地方但从事你的业务，或是与你的业务相类似的公司。这样一个买家——无论做出什么允诺——通常有许多经理认为自己知道如何运作你的业务部门，而且迟早会提供某种插上一手的“帮助”。如果收购公司的规模大得多，那么它通常会有成群结队的经理，这些年他们被招募来的部分原因是公司允诺他们将会管理未来被收购的公司。他们有自己的做事方式，而且尽管你的业务记录无疑比他们的强得多，但在某些地方人性会使他们相信他们的运作方法更加高级。你和你的家族很可能有朋友已经把自己的公司出售给了更大的公司，因此我怀疑他们的经历会坚定母公司接管子公司运作的倾向，尤其是在母公司熟悉子公司的行业，或者认为他们熟悉的时候。

(2) 计划一旦时机成熟，就把买来的公司再卖给公众或另一家股份公司的金融投机商，他们总是用一大笔借来的钱进行操作。经常地，这些买家的主要贡献是改变会计方法，以使盈利在他脱手前可以展现在最耀眼的光环之下。由于上升的股票市场以及大量的资金供应，这种交易……正在变得更加频繁。

如果当前所有者的惟一动机是使他们的筹码变现，然后把企业置于脑后——众多卖家属于这一类，那么我刚刚描述的两类买家都会让人满意。但是，如果卖家的企业代表一生的创造工作，而且形成了他们人格以及存在感中不可分割的一部分，那么两类买家就会有严重的缺陷。

伯克希尔是另一类买家——一个相当不同寻常的买家。我们的收购是要保留子公司的管理人员，我们在母公司中没有，也从未希望有营运人员。所有我们拥有的企业都以不同寻常的程度自主经营。在大多数情况下，我们已经拥有了许多年的重要企业的经理们，从未来过奥哈马，甚至从未相互见过面。如果我们购买一家企业，卖家会继续像他们出售前那样运行公司；我们会适应他们的管理方法，而不是他们适应我们的管理方法。

我们还没有对谁——某个家族、刚招募的MBA等等——允诺过有机会经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



营我们已经从有所有权的经理们手中收购来的企业。而且，我们将来也不会这么做。

你们听到过我们以前进行的几次收购。我随信附上一份名单，记载了我们曾从其手中购买过企业的人，而且我请你们核对一下，我们的表现是否与我们的承诺相符。你应当特别有兴趣检查一下那几位手中的企业表现不怎么样的人，以弄清我们在困难的条件下是如何表现的。

任何一个买家都会告诉你，他本人需要你——而且如果他有头脑的话，他的确需要你。但是，大多数买家出于我们上面提到的原因，不能使他们后来的行动与他们先前的承诺相符。我们会信守承诺，这不仅是因为我们有这样的承诺，而且还因为要取得最佳的业务成果我们需要言行一致。

这种需要解释了为什么我们要求你们家族中的运作成员保留企业20%的权益。为了纳税的目的，我们需要剩下的80%以合并利润，这对我们来说是重要的一步。对我们来说同等重要的是，经营企业的家族成员仍然是所有者。很简单，除非我们认为现任管理人员中的关键人物会做为我们的合伙人留下来，否则我们不会买。合同并不能保证你的持续利益，我们得依靠你的承诺。

我涉足的领域是资产配置选择与酬报顶尖人才，其他人事决策、营运策略等等是顶尖人才的职权范围。有些伯克希尔的经理会同我一起讨论他们的某些决策；有些则不会。这取决于他们的个性，并在某种程度上取决于他们与我的个人关系。

如果你决定与伯克希尔做生意，我们会付现金。你的企业不会成为伯克希尔借贷的附属担保品，而且也不会有经纪人介入。

此外，不可能有机会先宣布达成交易，然后买家退出或是开始建议调整（当然，建议附带着道歉，或银行、律师、董事会等等应当被谴责的解释）。最后，你会确切知道你在与谁打交道。你不会指派一名主管人员商谈交易，仅仅是为了在几年以后让别人掌舵，或者让总裁抱歉地告诉你他的董事会要求这种或那种变革（或者要求出售你的公司，为母公司的某个新权益提供资金）。

告诉你在出售企业以后你会同现在一样富有仅仅是为了公平。你的企业所有权已经使你富有并得到了稳健的投资，出售企业会改变你财富的形式，但不会改变它的数量。如果你出售企业，那么你就已经把自己100%所有的，也很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解的有价值的资产，置换成了另一种有价值的资产——现金，你很可能把它们投到其他你不很了解的企业的一小部分（股票）中。常常会有一个正确的理由出售公司，但如果这是一笔公平的交易，那么原因就不可能是卖家可以因此变得更加富有。

我不会纠缠你；如果你可能有兴趣出售公司，我会感谢你来电话。我会非常自豪地让伯克希尔与你家族中的关键成员一起拥有________公司；我相信我们会在财务上妥善安排；而且相信在下一个20年里，你会像在过去的20年里那样拥有经营企业的乐趣。

谨启

沃伦·巴菲特

………… ● ● ● …………

我们的收购通常出自过去已经出售过企业给我们的经理们的推荐。在其他公司，管理层可能专心于同投资银行家一起追逐收购的可能性，他们使用一种已经成了标准的拍卖过程。在这种运动中，银行家们准备的“书”使我想起了年轻时的超人连环画。在华尔街版本中，以前温文尔雅的公司，兼并自投资银行家的电话售货亭之后，就能一越跨过竞争者，而且盈利比飞驰的子弹运动得还快。受到“书”对被收购者力量描述的刺激，收购饥渴的CEO们——洛伊斯·莱恩（Lois Lane）都隐藏在他们很酷的外表之下——立刻神魂颠倒。

在这些书中，最有趣的是预测未来多年收益的精度。然而，如果你问身为银行家的作者，他自己的公司下个月会赚到什么，他会预防性地蜷缩成一团，告诉你公司和市场捉摸不定，因此他不敢预测。

这里有一个故事，我总忍不住要讲：1985年，一家大投资银行曾着手出售思考特·费泽公司，广泛出价——但不成功。在读到这种三击未中出局时，我写信给拉尔夫·舒伊——当时和现在都是思考特·费泽公司的CEO，表达了我对购买这家企业的兴趣。我从未见过拉尔夫·舒伊，但在一周之内我们做成了生意。不幸的是，思考特·费泽与银行的约定书导致在销售时给了银行250万美元，即使它与发现买家无关。我猜想，牵头的银行家感觉他应当为这笔报酬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做些什么，因此他客气地向我们提供了一本他的银行准备的关于思考特·费泽的书。以习惯性的狡猾，查理回答说："我会花250万美元不去读它。"

在伯克希尔，我们精心挑选的收购策略，就是等待电话铃响。令我们高兴的是，有时它的确响了，这通常是因为以前卖给我们企业的经理向朋友推荐说，他想跟着做。

5.6 收购的优势[⊖]

两种经济因素很可能影响了我们在去年经历的突击收购活动。首先，许多经理和所有者预计他们的企业短期缓慢向下——而事实上，我们购买了几家今年盈利几乎肯定从1999年或2000年的高峰下降的公司。考虑到我们预计所有我们的公司不时地沉浮，这种下降对我们来说毫无差别。（只有在投资银行家的销售演出中，盈利才会永远上升。）我们不关心颠簸；要紧的是全面的结局。但是其他人的决策有时会受到短期前景的影响，这既可以激励买家，又可以缓和购买者的热情，否则这些人会与我们竞争。

在2000年帮助我们的第二个因素是，垃圾债券市场随着时光的流逝而干涸。在之前的两年中，垃圾债券购买者已经放松了他们的标准，以不合理的价格购买永不牢靠的发行人的债务。去年，这种松懈的影响可以在违约的膨胀中感受到。在这种环境中，公司的"金融"买家——那些希望仅用一块银元的权益购买的人——不再能借到他们认为需要的全部资金。而且，他们仍然可以借到的钱大大涨价了。结果，去年当企业提出出售时，LBO运作者在出价时变得不那么盛气凌人。因为我们在所有权益的标准上分析购买，所以我们的估价没有变化，这意味着我们变得非常有竞争力。

除了使我们受益的经济因素之外，在进行收购时我们现在享受着一种巨大且不断增加的优势，因为我们常常是选择卖家的买家。当然，这个事实不能确保交易——卖家不得不喜欢我们的价格，而且我们不得不喜欢他们的公司以管理层——但它的确有帮助。

当所有者关心卖给谁时，我们发现这意味深长。我们希望与那些热爱他的公司，而不仅仅是卖出给他带来的钱（尽管我们当然理解为什么他也喜欢钱）

⊖ 2000年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人做生意。当这种附加的感情存在时，就说明在这个公司中可能会发现重要的品质：诚实做账、以产品为傲、尊重客户，以及一群有强烈方向感的忠实伙伴。相反的情况同样容易成真。当所有者拍卖掉他的企业，而且显出对新主人完全没有兴趣时，你常常会发现它已经为出售经过包装，尤其当卖家是“金融所有者”的时候。而且如果所有者不关心他的企业和员工，那么他们的所做所为常常会损害整个公司的心态和运作。

当一个有生之年或几个有生之年的无限关爱和非凡天分已经缔造了一个企业杰作时，对于所有者来说托付给什么股份公司延续其历史应当很重要。查理和我相信，伯克希尔提供了一个几乎独一无二的栖息地。我们对那些认真缔造企业的人承担起我们的义务，而且伯克希尔的所有制结构确保我们能够兑现诺言。当我们告诉约翰·贾斯廷（John Justin），他的企业（贾斯廷工业公司（Justin Industries））将仍然把总部设在福特伍思市（Fort Worth），或向布里奇家族（Bridge Family）保证其经营（本·布里奇宝石公司（Ben Bridge Jeweler））不会与其他宝石公司合并时，这些卖家可以把这些诺言存入银行。

对于“画出”一家企业的伦勃朗（Rembrandt）⊖来说，亲自挑选画的永久住宅，比让信托官员或者不感兴趣的继承人拍卖掉它要好多少啊！整整许多年，我们已经与那些认可这种现实并将其应用于缔造企业的人有过美妙的经历。我们把拍卖留给别人。

⊖ 1609—1669，荷兰画家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章

会计与估值

对于你们当中那些对会计不敢兴趣的人，我为这篇论述感到抱歉。我意识到，你们中的许多人对我们的会计数值没有进行过深入的思考，但却持有伯克希尔的股票，这主要是因为你们知道：（1）查理和我把我们的大部分钱投在了伯克希尔；（2）我们想要经营企业，因此你们的盈利和损失与我们的成正比；（3）到目前为止，盈利记录尚令人满意。这种“信任”投资法不可能出什么差错。但是，其他股东偏好一种“分析”投资法，所以我们要提供他们需要的信息。在我们自己的投资过程中，我们寻找用两种方法都能给我们相同答案的情形。[1]

6.1 对会计把戏的讽刺[2]

美国钢铁公司宣布彻底现代化的方案[3]

美国钢铁公司（U.S. Steel Corporation）的董事长迈伦 C. 泰勒（Myron C. Taylor）今天宣布了一项期待已久的计划，对这家世界上最大的工业企业进行

[1] 引文，1988年。
[2] 1990年的附录A。
[3] 本·格雷厄姆的一部未发表的讽刺作品，写于1936年，并于1954年由作者交给沃伦·巴菲特。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彻底的现代化。出乎意料的是，公司的生产策略或销售策略没有任何变化，相反，公司的簿记制度将全面修改。通过采用并进一步改进一些现代会计手段和金融手段，公司的盈利能力有了惊人的转变。甚至在低于正常条件的1935年，人们估计新的簿记方法也可在财务报告中产生每股普通股近50美元的利润。这个改进方案是普莱斯·培根·古施亚·科尔彼茨会计事务所（Messrs. Price, Bacon, Guthire & Colpitts）⊖经过全面调查后的结果，它包括以下6点：

(1) 将厂房设备账户（Plant Account）减值至负1 000 000 000美元；

(2) 普通股的面值减至1美分；

(3) 用认股权证支付所有的薪酬；

(4) 把存货转记成1美元；

(5) 用可以按50%折扣赎回的无息债券置换优先股；

(6) 设立1 000 000 000美元的或有准备金（Contingency Reserve）。

这个非常现代化方案的官方声明全文如下：

美国钢铁公司的董事会很高兴宣布，在对因行业条件变化产生的问题经过深入细致的研究之后，为重建公司的会计方法，董事会已经批准了一个全面的方案。在普莱斯·培根·古施亚·科尔彼茨会计事务所的帮助和推动下，专门委员会进行的一项调查显示，在利用某些先进的簿记方法上，我们公司已经落在了其他美国企业的后面，用这些方法，公司的盈利能力可以大大增强，而无需任何现金支出，或者任何营运条件或销售条件的变化。我们已经决定不仅采用这些新方法，而且要把它们发展到一个更高的，尽善尽美的层次。董事会采用的这些变革可以从以下6个方面来概括：

1. 固定资产减值至负1 000 000 000美元。

许多有代表性的公司已经通过将它们的厂房设备账户减值至1美元，从而减轻了它们的收益账上因折旧产生的全部费用。专门委员会指出，如果他们的工厂只值1美元，那么美国钢铁公司的固定资产就比这个数字小得多。许多厂房设备实际上与其说是资产倒不如说是负债，如今这已是有目共睹的事实，资产不仅需要记提折旧费用，而且需要承担税赋，维修费用以及其他支出。因此，董事会已经决定延续从1935年的年报开始的资产账面减值策略，并将固定资产

⊖ 一家虚构的会计事务所。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从1 338 522 858.96美元减至大约负1 000 000 000美元。

这个措施的好处应当显而易见。在厂房设备磨损的同时，负债就会相应减小。因此，公司现在每年不是有一大笔47 000 000美元的折旧费用，而是有了每年5%的利润增值，也就是50 000 000美元。每年，这会增加不少于97 000 000美元的收益。

2. 普通股的面值减至1美分。

3. 用认股权证支付所有的薪酬。

许多公司已经能够用购买股票的权证来支付主管人员的大部分薪金，以大幅减少一般管理费用，认股权证不会产生任何抵消收益的费用。这种现代手段的所有可能性显然还没有充分实现，董事会已经采用了这个想法的下述先进形式：

公司的所有人员都将收到以可按每股50美元的价格购买普通股的认股权证形式支付的报酬，比例是根据他们目前的薪酬总额按每50美元支付一张认股权证。普通股的面值将减至1美分。

以下可以看出，这个新方案的几乎不可思议的好处显而易见：

a. 公司的工资单将完全消除，根据1935年的经营情况，每年可以节省250 000 000美元。

b. 同时，我们所有雇员的有效报酬将增长数倍。由于在新的方法下普通股上显示的每股巨额盈利，所以可以肯定股票在市场中的价格将远远高于每股50美元的期权水平，使这些认股权证可以轻易实现的价值大大超过它们将取代的当前现金工资。

c. 通过执行这些权证，公司每年将实现一大笔额外的利润。既然每股的面值将固定在1美分，因此它认购的每一股都将有49.99美元的利润。但是，为了保守的会计核算，这笔利润将不包括在收益账上，但会另外作为资本盈余（Capital Surplus）的贷方显示出来。

d. 公司的现金头寸将会大大巩固。通过执行可认购5 000 000股的认股权证，每年就会有250 000 000美元的现金流入，而不是目前每年因支付工资产生的250 000 000美元（1935年的基数）现金流出。高盈利和强大的现金头寸使公司能够慷慨地支付红利，因而导致这些认股权证发行后被立即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



执行，因而又进一步增加了公司的现金头寸，因而又允许更高的红利率，等等，无穷无尽。

4. 把存货转记成1美元。

由于有根据市场行情调整存货价值的必要，因此在经济不景气的时候就会出现严重的亏损。各式各样的企业——尤其是处于金属领域和棉纺织领域中的企业——已经通过以极低的单位价格把它们的部分或全部存货入账，成功地解决了这个问题。美国钢铁公司已经决定采用一种更加进步的策略，并将全部存货以1美元入账。每年末，存货都要受适当的减值影响，该减值的数额将从下文提到的或有准备金中提取。

这种新方法产生的好处非常巨大。它不仅排除了所有存货跌价的可能，而且还大大提高了公司的年收益。年初手中估价成1美元的存货，可在年内以极高的利润出售。估计用这种方法，我们的收益每年至少可以增加150 000 000美元，同时，这个数字大约等同于每年或有准备金中扣减的数额。

为了保持连贯性，并获得其他与刚刚讨论过的好处相似的好处，专门委员会中持不同意见的少数委员单独提出的报告建议，应收账款（Account Receivable）和货币资金（Cash）也应减值至1美元。这个建议当时遭到了拒绝，因为我们的审计师们仍旧要求，任何因此冲销的应收账款和货币资金的回笼，都必须贷记入资本盈余而不是当年的收益。但预计这种审计规则——颇能使人联想起过去的时光——很快会改变，以符合现代的趋势。如果出现这种情况，少数委员提出的报告就会得到进一步积极的考虑。

5. 用可以按50%折扣赎回的无息债券置换优先股。

在最近的萧条时期，许多公司已经能够通过按大大低于面值的折扣价格赎回它们自己的债券产生的收益，来冲销它们的营业亏损。不幸的是，美国钢铁公司的借贷总是居高不下，因此这个赚钱的收入来源对它来说还不能用。本现代化方案将改善这个条件。

董事会建议将每股优先股换成300美元面值的无息偿债基金债券，这些债券可用抽签的办法，按面值的50%在为期10年的等额分期偿付中赎回。这就要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求发行1 080 000 000美元的新中期债券，这之中每年都有108 000 000美元的债券以对公司来说仅仅54 000 000美元的成本被收回，因而产生了同等数额的年利润。

就像在上面第3点中阐述的薪酬方案，这种安排既可使公司受益，又可使优先股的股东受益。后者保证能以面值的150%在平均5年的时间里从他们现有的股票中获得报偿。既然目前短期证券实际上产生不了回报，那么无息的特征也就无关紧要。公司将把其目前每年用来支付优先股股利的25 000 000美元的**费用**，转换成每年54 000 000美元的债券回收**利润**——总计每年79 000 000美元的利得。

6. 设立1 000 000 000美元的或有准备金。

董事们相信，在这之前提到的各项改进措施将确保公司在未来的所有条件下拥有令人满意的盈利能力。但是，在现代会计方法下，任何不利的业务发展导致的最轻微的亏损风险都不存在，因为所有这些都可通过或有准备金加以预防。

专门委员会已经建议，公司应当用相当殷实的1 000 000 000美元建立或有准备金。如前所述，每年对1美元存货的减值将被这个准备金吸收。为了避免或有准备金最终耗尽，董事会已经进一步决定，每年通过从资本盈余中转移一定金额来加以补充。既然后者每年可以通过行使股票认股权证（见上面第3点）至少增加250 000 000美元，那么它就可以轻而易举地补偿或有准备金的任何流失。

在准备这个方案时，董事会不得不遗憾地承认，在固定资产、资本盈余、或有准备金与资产负债表上的其他账目之间转移大量金额的过程中，他们已经不能改进许多大公司已经采用的策略。实际上，必须承认我们的会计分录可能有些过于简单，而且缺乏表征这个领域中最先进会计程序的、极端故弄玄虚的要素。但是，董事会坚决主张，在制订现代化方案时要简洁明了，甚至是为了公司的盈利能力而牺牲可能的有利条件。

为了表明新建议对公司盈利能力产生的组合效应，我们因此提交了一张基于两种方法计算出的1935年的简明收益账户，即：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（单位：美元）	A. 报告中的数值	B. 实施建议的变革后的试算值
所有来源的总收入		
（包括公司往来账户）	765 000 000	765 000 000
薪酬	251 000 000	-
其他营业费用和税金	461 000 000	311 000 000
折旧费用	47 000 000	（50 000 000）
利息收入	5 000 000	5 000 000
已收回债券的折价	-	（54 000 000）
优先股股利	25 000 000	-
可分配普通股股利	（24 000 000）	553 000 000
平均流通股	8 703 252	11 203 252
每股盈利	（2.76）	49.80

根据一个稍显陈旧的惯例，这里有一张截至1935年12月31日的美国钢铁公司的简明资产负债试算表——已在资产账户与负债账户实施了建议的变革。

资　产

	（单位：美元）
固定资产净值	（1 000 000 000）
现金资产	142 000 000
应收账款	56 000 000
存货	1
其他资产	27 000 000
合计	（774 999 999）

负　债

普通股面值1美分	
（面值87 032.52美元）	（单位：美元）
设定值*	（3 500 000 000）
子公司的债券和股票	113 000 000
新偿债基金债券	1 080 000 000
流动负债	69 000 000
或有准备金	1 000 000 000
其他准备金	74 000 000
期初盈余	389 000 001
合计	（774 999 999）

* 依照公司重新注册地弗吉尼亚州的法律，给出一个与面值不同的设定值（Stated Value）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也许没有必要向我们的股东指出，现代会计方法导致资产负债表看起来与那些处于不太先进时期的有所不同。考虑到公司资产负债表上的这些变革导致的非常巨大的盈利能力，就不必指望对资产与负债细节的过分注意。

总之，董事会很想指出，组合的业务程序——藉此，厂房设备将以一个负值入账，我们的工资单将会消除，而存货将在我们的账簿中不名一文——将在行业中给美国钢铁公司一种巨大的竞争优势。我们应当能够以极低的价格出售产品，而且仍旧可以显示出漂亮的利润空间。董事会经过深思熟虑的意见是，在这个现代化方案之下，我们应当能够以低于所有竞争对手的价格销售产品，此时反垄断法是100%地控制整个行业的惟一障碍。

我们的一些竞争对手可能通过采用相似的会计改良寻求抵消我们的新优势，在陈述的过程中，董事会并非对这种可能性毫不在意。但是，我们相信，作为这些钢铁用户服务新领域的组织者和先锋，美国钢铁公司能够通过增加客户忠诚的独特威望，保持新老客户的忠诚。而且，如果必要性增加，我们相信我们应当能够通过引入更加先进的簿记方法——这些方法现在甚至还未在我们的试验会计学实验室中进行开发——维持我们应得的优势。

6.2 透明盈利[⊖]

当一家公司拥有另一家公司的一部分时，就必须从三大分类中挑选一类属于这种所有权益的适当会计程序。拥有的有投票权股票的百分比，在很大程度上决定了应当利用何种类型的会计原则。

通常接受的会计原则要求（自然地，受意外的影响……）完全合并所持股份超过50%的企业的销售额、费用、税金和收益。伯克希尔拥有60%股份的蓝筹食品代用券公司正好落入此类，因此，所有蓝筹的收入和费用项目都完整地包含在伯克希尔的合并收益表中，其他股东在蓝筹净收益中40%的所有权益在报表中作为“少数股东权益”的扣减。

完全并入来自另一类财产——股份占20%至50%的公司（通常称之为“被投资方”）的收益也很常见。来自这种公司——例如，由伯克希尔控制，但仅

⊖ 短线分隔成的各部分：1980年，1990年，1982年，1991年，1979年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有48%股份的Wesco财务公司——的收益通过单线分录并入所有者的收益表中。不同于股份超过50%的那一类，所有的收入和费用项目都被省略；仅按比例算入每股的净收入。因此，如果A公司拥有B公司的1/3，那么B 1/3的收益——无论B是否派发——都会在A的收益中反映出来。在这一类以及股份超过50%的那一类中，对公司间税金和收购价格的调整有一些修改，我们会在稍后对此做出解释。（我们知道你们已经不能再等了。）

最后是那些代表另一家公司有投票权的证券不到20%的所有权的财产。在这些情况下，会计规则要求持股公司只能把从这些财产中分得的股利并入它们的收益中，未派发的收益忽略不计。因此，如果我们拥有1980年的收益是1 000万美元的X公司的10%，那么我们将在我们的收益（忽略公司间股利的相对微量的税赋）中报告（a）100万美元，如果X宣布将1 000万美元的收益全部作为股利派发；（b）50万美元，如果X派发了50%的收益，或500万美元；或者（c）0美元，如果X将所有的收益再投资。

我们把这个短期的——而且是过于简单的——会计课程强加于你们，因为伯克希尔在保险领域内的财力集中，导致其在那个第三类（股份低于20%）公司中资产的相应集中。许多这样的公司以股利的形式派发相对一小部分收益，这意味着，它们的当期盈利能力仅有一小部分记录在我们自己的当期营业利润中。但是，虽然我们报告的营业利润只反映从这样的公司收到的股利，但我们的经济收益取决于它们的收益，而不是它们的股利。

最近几年，因为我们的保险公司生意兴隆，又因为证券市场在普通股领域展示了特别有吸引力的机会，所以我们在第三类公司中拥有的财产大幅增长。这类财产的大幅增长，加之这些部分所有的公司的盈利不断上升，已经产生了非凡的业绩；去年这些公司留存的“属于我们的”那部分收益（没有以股利方式派发给我们的那部分收益）超过了财务报告中伯克希尔的年营业利润总额。因此，一般看来，常规会计只允许我们在水面上暴露收益“冰山”的一半还不到。在股份公司界中，这种结果极为少见；但在我们的公司中很可能再次出现。

我们自己的实际收益分析与通常所接受的会计原则有所不同，尤其是当这些原则必须应用在一个通货膨胀率高企而且易变的世界中时。（但是抨击这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计规则，比改进它们容易得多。内在的问题非常大。）我们已经拥有许多企业100%的股份，尽管就会计意义来说，我们完全控制了它们收益的处置权，但是他们报告的收益对我们来说并没有账面数字反映的那么多。（这种“控制”是理论上的。除非我们把所有的收益再投资，否则这些已经处于原地的资产价值就会出现巨大的损耗。但是，这些用于再投资的收益不可能实现接近于资本的市场回报率的收益。）因为不同寻常的投资机会，我们还拥有许多公司的一小部分股权，这些公司的留存收益所具有的经济价值对我们来说远远超过账面上的数值。

对伯克希尔·哈撒韦来说，留存收益的价值并不取决于我们是否拥有这些企业100%，50%，20%或者1%的股份。相反，留存收益的价值取决于它们的用途，以及这种用途后来产生的收益水平。无论是我们决定留存收益的用途，还是我们不曾雇用的经理们——但的确被选来加入我们的行列——决定其用途，这些都是确有其事。（是表演重要，而不是演员重要。）而且这些价值根本不会受是否在我们自己报告的营业利润中计入这些留存收益的影响。如果一棵树在部分属于我们的森林中成长，那么虽然我们没有在我们的财务报告中记录它的成长，但我们仍然拥有这棵树的一部分。

我们要提醒你们，我们的观点是非常规的。但是，我们宁愿让没有在我们账面上反映的收益，在那些并非由我们个人雇用的管理人员管理的，我们拥有10%股份的公司中派上好用处，也不愿意把在我们账面上反映的收益投到由另一些管理人员——即使我们就是那些管理人员——管理的，潜力更不确定的项目中。

••••••••••• • • • •••••••••••

“收益”这个术语有一个精确的定义。因此，如果盈利数值伴随着不合格的审计师签发的证书，那么天真的读者可能会认为这些数值定能与π相比，小数位上的数字无穷无尽。

但是在现实中，江湖骗子领导的公司在报告收益时，收益就像腻子粉那样容易扭曲。真实的收益最终会露出水面，但同时大笔的钱会易手。实际上，美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国的某些重要财富就是通过会计幻影的货币化创造出来的。

伯克希尔自己报告的收益以另一种不同的，但却十分重要的方式让人误解：我们在许多公司（“被投资方”）中有巨大的投资，这些公司的盈利远远超过他们派发的股利，而且我们仅根据我们收到的股利记录我们的每股收益。极端的例子是大都会/ABC公司。去年我们在这家公司收益中17%的份额总计超过8 300万美元。然而，仅有大约530 000美元（它派发给我们的600 000美元股利减去一大笔70 000美元的税）的收益计入了伯克希尔的GAAP收益中。剩余的8 200多万美元作为留存收益放在大都会公司中为我们的利益工作，但却没有记录在我们的账簿中。

我们对这种“被遗忘但未消失的”收益的看法非常简单：解释它们的方法根本无足轻重，但它们的所有权以及随后的用途则极端重要。我们并不关心审计事务所是否听到森林中有一棵树倒下；但我们确实关心谁拥有这棵树，以及要拿这棵树干什么。

如果可口可乐用留存收益回购它的股票，那么这家公司就增加了我们在我认为是世界上最有价值的特权中的所有权百分比。（当然，可口可乐还通过其他许多可以提高价值的途径使用留存收益。）除了回购股票，可口可乐可以以股利的形式将这些资金派发给我们，然后我们再用这些钱购买更多可口可乐的股票。这是一种低效率的情形：由于我们必须支付股利所得税，所以在购股时，我们就不能像可口可乐那样成比例地提高我们的所有权。但是，如果采用这种低效率的过程，伯克希尔就可以报告多得多的“收益”。

我相信最佳途径是用“透明盈利”考虑我们的收益，其计算方法如下：拿2.5亿美元——大约是1990年我们所投资的公司留存的营业利润；减去3 000万美元——这是如果把这些留存收益以股利的形式派发给我们时本该缴纳的税款；然后把剩余的2.2亿美元计入我们报告的3.71亿美元的营业利润中。这样，我们1990年的“透明盈利”大约是5.9亿美元。

••••••••••• ● ● ● •••••••••••

我们认为，对于全体所有者来说，一家企业留存收益的价值取决于这些收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益的使用效率——而不是哪个人所有权百分比的大小。在过去的10年中，即使你只拥有伯克希尔的1%的0.01，你也能从你那部分留存收益中得到完整的经济利益，无论你的会计方法是什么。按比例计算，你获得的收益与你拥有不可思议的20%的股份时获得的一样。但是，如果在过去的10年中，即使你拥有一大把资本密集型企业的100%股权，那么在标准会计方法下对你来说可以全部确认的以及极为精确的留存收益，只会产生很少的经济价值或者零经济价值。这并不是对会计程序的批评，我们并不想有一份设计更好会计制度的工作。这仅仅是说明，经理们和投资者们都必须懂得，会计数字是企业估价的开始，而不是结尾。

在大多数股份公司中，少于20%的所有权无足轻重（部分原因也许是它们防止了对人们怀有深厚感情的报告收益的最大化），而且我们刚才讨论的会计成效与经济成效间的区别也无关紧要。但是，在我们自己的公司中，这些定位的重要性不仅非常大，而且与日俱增。我们相信，它们的重要性使我们的报告营业利润数字的意义有限。

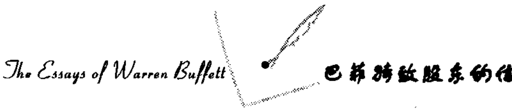
••••••••••• • • • •••••••••••

在由美国大公司的完整编队组成的巨大竞卖场中，我们的工作是挑选那些有着可以让每一美元留存收益最终转换成至少一美元市场价值的经济特性的企业。尽管有许多过失，但我们已大致实现了这个目标。在调整的过程中，我们到了阿瑟·奥肯（Arthur Okun）[⊖]的经济学家守护神——圣抵销（St. Offset）[⊜]的巨大协助，即在一些情况下，归我们所有的留存收益对市场价值产生了毫无意义的甚至是负面的冲击，与此同时，在其他所有权占很大比例的情形中，被投资方留存的1美元收益已经转化成2美元甚至更高的市场价值。时至今日，我们那些表现出众的公司远远抵销了落后者。如果我们可以保持这个纪录，那么我们使“经济”收益最大化的努力就会卓有成效，而无论这种努力对“会计”收益的冲击如何。

⊖ 1928—1980，美国经济学家，曾任林登·约翰逊总统的经济顾问。奥肯发现了著名的经济学定律奥肯定律（Okun's Law），即失业人数的增长与国民生产总值的下降相关。——译者注

⊜ “St.”代表“Saint”，意为圣人。巴菲特用诙谐的手法说明“抵销”特别精彩和慷慨。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们还相信，投资者还可以从专注于他们自己的透明盈利中受益。要计算这些盈利，他们就应当测定属于他们的证券投资组合的各种股票的根本收益，并把它们相加。每一位投资者的目的应当是，创造一个从目前开始的10年左右的时间中可以带给他或她最大限度透明收益的证券投资组合（实际上是一家“公司”）。

这种方法可以迫使投资者考虑企业的长期前景，而不是股票市场的短期前景，这是一种很可能提高收益的眼力。当然，在长时间内，投资决策的计分牌的确是市场价格，但是价格将取决于未来的收益。在投资过程中，如同在棒球运动中那样，要想让记分牌不断翻滚，你就必须盯着球场，而不是计分牌。



对管理经济表现的主要评价标准是对使用的权益资本实现高收益率（没有过高的财务杠杆、会计花招，等等。），而不是实现每股收益的持续增长。我们认为，如果管理人员和财务分析师们可以修改他们着重强调的每股收益以及这个数字每年的变化，那么许多公司就能更好地为股东以及普通大众所理解。

6.3 经济商誉与会计商誉⊖

我们的企业内在价值大大超过账面价值。主要有两条原因：

(1) 标准的会计原则要求我们保险子公司持有的普通股在我们的账簿上以市场价值表示，而我们拥有的其他股票则按总成本与市场价值孰低法计算。1983年末，后一组股票的市场价值超过账面记录的价值达税前7 000万美元，或者约税后5 000万美元。这部分超额属于我们的企业内在价值，但不计入账面价值的计算。

(2) 更重要的是，我们拥有的几家企业的（可以完全归入企业内在价值中的）经济商誉远大于记录在我们的资产负债表中并在账面价值中反映出来的会计商誉。

你即使从未想过商誉及其摊销，也能过上一种殷实的生活。但是，投资与管理专业的学生就必须了解这个主题的各种细微的差别。我本人的想法已与35年前的大相径庭，当时，我所受的教育青睐有形资产，而回避那些大部分价值是经济

⊖ 短线分隔成的各部分：1983年；1983年的附录；1986年的所有者手册。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商誉的企业。这种偏见使我因遗漏犯下许多业务上的大错，尽管极少是受人之托。

凯恩斯看出了我的毛病："困难的是摆脱旧思想的束缚，而不是新思想的运用。"我摆脱得太迟了，部分原因在于我从老师那里学到的东西过去（而且仍然）极具价值。最终，直接的和代理的业务经验，使我现在特别倾向于那些拥有巨额持久经济商誉的企业，以及那些利用最少的有形资产的企业。

我把下文推荐给那些熟悉会计名词，以及对了解商誉的各种业务方面感兴趣的人。无论你是否希望理解下文的实质，你都应当明白，查理和我相信伯克希尔拥有非常巨大的经济商誉，比账面价值所反映的高。

………… ● ● ● …………

下面的讨论仅涉及经济商誉和会计商誉——而不是我们平时所说的友好㊀。例如，一家企业可能深受其客户的喜爱，甚至是钟情，但却毫无经济上的友好。（AT&T在解体前㊁被人们看好，但没有一丁点儿经济商誉。）而且，遗憾的是，

㊀ 在英语中，Goodwill有两个意思，一是友好；二是商誉。——译者注

㊁ 前身是美国电话电报公司（American Telephone and Telegraph Company）的AT&T曾经是世界上最大的公司。AT&T的起源可以追溯到亚历山大·格雷厄姆·贝尔（Alexander Graham Bell）——他于1876年在美国的波士顿发明了电话——于1877年创办的贝尔电话公司（Bell Telephone Company）。贝尔电话公司起初在新英格兰地区（New England）地区经营电话业务，但很快卷入了与西部联合电报公司（Western Union Telegraph Company）的争执之中，后者仅比贝尔晚几个小时申请电话专利。作为在1879年达成的妥协方案的一部分，西部联合将其在55个城市的电话系统出售给贝尔电话公司，并退出电话业务。而贝尔电话公司则放弃电报业务，并向西部联合支付特许权使用费。1882年，贝尔电话公司从西部联合手中买下当时美国最大的电子设备制造商西部电气公司（Western Electric Company）。1885年，贝尔电话公司创立了美国电话电报公司，负责资助、建造并运作母公司快速扩展的长途电话系统。1899年，AT&T本身成为了整个贝尔系统的母公司。那时，AT&T几乎拥有美国所有的长话线路，而其子公司西部电气公司则几乎制造所有的电话设备。尽管债务负担很重，但到了1907年整个系统仍拥有300多万部电话。是年，由美国金融家J. P. 摩根带领的一群投资者取得了公司的控制权。1909年，AT&T买下了西部联合。这次收购使AT&T被指控为消除竞争的托拉斯。1913年，美国政府勒令AT&T出售西部联合，并授予独立的本地电话公司接入其长途电话线路的权利。但是AT&T仍然保持其对长话业务的垄断地位，以及西部联合的控制权。而AT&T则同意接受美国政府的管制。1949年起，AT&T又开始面对新的反垄断诉讼。联邦官员在1956年禁止AT&T进入非管制的业务，并在1968年剥夺了其对电话设备的垄断地位，然后在1969年给基于微波通讯的长话公司接入AT&T线路的权利。1974年，美国司法部对AT&T提出了两起反垄断诉讼。诉讼之一要求肢解AT&T。就在法庭审理期间，AT&T的盈利继续上升，并在1981年达到69亿美元，此前还没有任何一家公司获取过如此多的利润，但这只能给对AT&T的非法垄断指控火上浇油。1982年，AT&T和美国政府宣布，贝尔电话系统将被分割成几块，而AT&T可以进入不受管制的计算机市场和信息系统市场。1984年，AT&T失去了对22个地区的电话系统，也就是小贝尔公司（Baby Bell）的控制。尽管AT&T保留了长话业务，但这次解体使AT&T的资产在一夜之间从1 500亿美元——比当时世界上其他任何一家公司的都多——骤减至340亿美元。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家企业可能令其客户厌恶，但却拥有巨额的而且不断增加的经济商誉。因此，暂且忘却情感，并只专注于经济学和会计。

如果一家企业被收购了，那么会计原则就要求收购价先转入收购到的可确认为个别资产的公允价值（Fair Value）中。这些资产（在扣减了负债之后）的公允价值之和通常小于企业的收购总价。在这种情况下，差额就会转入一项名为“收购成本超出所得资产净值的部分”的资产中。为了避免重复这种冗长的描述，我们将用“商誉”代替。

在1970年11月以前收购企业产生的会计商誉有一种特殊的续存期。除了极少数情况之外，只要被收购的企业尚存，它就可以作为一项资产留在资产负债表上。这意味着不需要产生会降低收益的逐渐消灭那项资产的摊销费用。

但是从1970年11月起进行的收购就有了变化。如果这些收购产生了商誉，那么商誉就必须在40年内通过收益账户的借项摊销——每年的摊销费用相等。既然40年是允许的最长摊销时间，因此管理人员（包括我们）通常挑选40年。这种收益账户的借项不允许作为一种应税收益额减免，因此它对税后收益的影响大致相当于其他费用的两倍。⊖

会计商誉就是这样起作用的。要想看看它与经济现实有何差别，让我们看一个就在手边的例子。我们将四舍五入一些数字，并大大简化，以使例子更容易理解。我们还牵涉到了投资者和经理。

1972年初，蓝筹食品代用券公司用2 500万美元买下喜诗糖果，当时喜诗大约有800万美元的有形资产净值。（在整个这次讨论中，应收账款将归入有形资产，这个决定对企业分析来说非常合适。）这个水平的有形资产足以在不举债的情况下——除了短期季节性借贷——管理企业。喜诗当时的税后利润大约是200万美元，而以1972年的不变美元计算，这种盈利看起来保守地代表了公司未来的盈利能力。

因此我们的第一堂课是：如果我们能够希望公司在有形资产净值基础上以大大超过市场的回报率产生利润，那么在逻辑上这些公司比其有形资产净值值钱得多。这种超额回报的资本化价值就是经济商誉。

⊖ 税法已改。见IRC（US Internal Revenue Code；美国国内收入条列）§ 197。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1972年（和现在），相对来说只有几家企业可以指望持续产生喜诗获得的25%的有形资产净值税后收益率——而且是在保守的会计和没有财务杠杆的情况下做到这一点。并不是存货、应收账款或固定资产的公允市场价值产生了超额回报率，相反，是无形资产的结合产生了这种超额回报率，尤其是消费者在与产品和雇员的无数次愉快经历的基础上普遍认同的良好声誉。

这种声誉创造了一种消费者特许权，对购买者来说，它使产品的价值，而不是产品的生产成本，成为售价的重要决定因素。消费者特许权是经济商誉的一个主要来源。其他来源包括不受利润管制影响的政府特许权，例如电视台，以及在一个行业中作为低成本生产者的持久地位。

让我们回到喜诗例子中的会计核算。蓝筹公司以超出有形资产净值1 700万美元的价格收购喜诗，这就要求建立一个同等金额的商誉账户，作为蓝筹公司账簿中的一项资产，而且随后一连40年每年都要在收益中扣减425 000美元，以摊销该项资产。到了1983年，也就是经过11年的摊销之后，1 700万美元已经减至大约1 250万美元。同时，伯克希尔持有蓝筹公司60%的股份，因此也持有喜诗60%的股份。这个所有权意味着，伯克希尔的资产负债表反映了喜诗商誉的60%，或者大约750万美元。

1983年，伯克希尔在一次兼并中获得了蓝筹公司剩余的股份，这次兼并要求使用与在某些兼并中允许使用的“股权联营法（Pooling）”⊖相对照的盘购法。在盘购法下，我们给予（或“支付给”）蓝筹公司股东的股票“公允价值”

⊖ 公司合并所采用的一种会计处理方法，即母公司以本公司的一部分普通股，换取子公司50%以上的普通股，将母公司和子公司的股本集合起来。通常的做法是：母公司先用现金购回发行的股票作为库存股份，然后用其交换子公司的股份，子公司原来的股东仍然继续是股东。股权联营法的主要优点是：母公司和子公司的资产按各自的账面价值简单合并，所以，资产均按历史成本计算，其账务处理简单；缺点是，由于母公司对子公司的投资是按较低的子公司资产账面价值计量的，不像盘购法那样按较高的盘购价格（子公司的现实公允市价）计量。因而在企业合并后，就会获得一项额外的收益。这项收益只是由于企业合并，而不是企业合并后的经营成果，因而高估了企业收益。股权联营法曾较为普遍使用，但目前已受到限制，以防止扩大每股收益，并向股东增发股利。
盘购法也是企业合并时所采用的一种会计处理方法，即母公司采用购置普通资产的方法，购入子公司的股权。盘购法的主要特点是：其买价是按子公司资产的现实公允市价计量，通常高于子公司资产的账面价值，其不能确认为个别资产价值的部分，则作为商誉入账。因而，报告收益比联营法的小。盘购法的优点是被盘购子公司的每项资产均以现实公允市价反映；缺点是现实公允市价不易确定，以及子公司资产的现实公允价值与母公司资产历史成本的混合，从而使合并资产负债表上所反映的资产价值是一种混合价值。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须超过从蓝筹公司得到的资产净值。这个“公允价值”要用放弃的股票的市场价值来衡量，公众持股公司在用它们的股票进行收购时几乎总是采用这种方法。

“收购到的”资产是蓝筹公司全部拥有的40%（正如你们注意到的那样，伯克希尔已经拥有另外的60%）。伯克希尔“支付”的是超出我们收到的可确认资产净值的5 170万美元，而这个金额被转入两个商誉：2 840万美元转入喜诗的商誉，2 330万美元转入《布法罗晚报》的商誉。

因此，兼并留给了伯克希尔一项有两个组成部分的喜诗商誉资产：1971年收购时剩余的750万美元，以及1983年“收购到的”40%股份新创造出的2 840万美元。眼下，我们在下一个28年中每年的摊销费用大约是100万美元，在随后2002年至2013年的12年中是70万美元。

换言之，不同的收购日期和收购价格已经使我们对相同资产的两个部分有大相径庭的资产价值和摊销费用。（我们再次重复我们常用的声明：我们根本提不出什么更好的会计制度。要解决的问题是心智的衰退以及随心所欲。）

但什么是经济现实？一种现实是每年在利润表中已经作为成本扣减的摊销费用，因为对喜诗的收购并不是真正的经济成本。我们知道那是因为喜诗去年凭大约2 000万美元的有形资产净值赚取了1 300万美元的税后利润——这种业绩表明，现存的经济商誉远大于我们会计商誉的原始总成本。换言之，在会计商誉从收购之时起就规则地减少的同时，经济商誉则以不规则但却非常稳固的方式增加。

另一个现实是，未来每年的摊销费用与经济成本不符。当然，喜诗的经济商誉有可能消失殆尽，但它不会在平稳的消耗或与这些消耗不太相似的活动中缩水。最可能出现的是，由于通货膨胀，这种商誉不断增加——即使不按不变美元，而按现时美元来衡量。

这种可能性的确存在，因为真正经济商誉的名义价值会与通货膨胀同步增长。为了解释这种现象的机理，让我们拿一家喜诗式的企业与一家更平凡的企业相对照。记忆中，当我们在1972年收购喜诗时，它用800万美元的有形资产净值赚取了大约200万美元。让我们假设，我们假定的平凡企业当时也有200万美元的收益，但为了正常运转它需要1 800万美元的有形资产净值。收益仅为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设定的有形资产净值的11%，这家平凡企业拥有的经济商誉极小，甚至没有。

因此，这样一家企业很可能按其有形资产净值，也就是1 800万美元出售。相比之下，我们为喜诗支付了2 500万美元，尽管它的收益相同，而且这种“真正的”资产还不到它的一半。像我们的收购价格暗指的那样，有形资产净值较少的企业真的更值钱吗？回答是“是的”——即使指望两家公司有相同的单位产量——只要你像我们在1972年时那样身处一个通胀不断的世界中。

要弄明白原因，想像一下物价水平上涨一倍对两家公司产生的影响。两家公司都需要将它们的名义收益翻番至400万美元，以使它们与通货膨胀扯平。这看上去只是小事一桩：仅需按以前价格的两倍出售相同单位数量的产品，假定利润率维持不变，利润就必定翻番。

但极其困难的是，要想实现这个目标，两家公司很可能不得不使他们在有形资产净值中的名义投资翻番，因为这是通胀通常强加于企业——无论好坏——的一种经济要求。销售额翻番意味着应收账款和存货也会增加，用于固定资产的投资对通胀的反应较慢，但很可能与通胀相同。而所有这些因通胀产生的投资不会提高回报率，这种投资的目的是为了公司的生存，而非所有者的发达。

但是要记住，喜诗的有形资产净值仅为800万美元。因此只要另外投入800万美元满足因通胀造成的资金需求。同时，那家平凡企业有超过它两倍以上的负担——需要1 800万美元的额外资金。

尘埃落定之后，现在年收益达400万美元的平凡企业可能仍值其有形资产的价值，或3 600万美元。这意味着，它的所有者仅从新投入的1美元中获得了1美元的名义价值。（如果他们把钱存到一个储蓄账户中，也能得到相同的1美元对1美元的结果。）

但是，收益也是400万美元的喜诗，如果按我们收购时的基础估价（逻辑上会采用的方法），可能值5 000万美元。这样，它就增加了2 500万美元的名义价值，而所有者仅投入了800万美元的额外资金——从投入的每1美元上获得超过3美元的名义价值。

即使如此也要记住，喜诗式公司的所有者因通胀被迫预付的800万美元额外资金，仅仅是为了保住真实的收益不变。任何需要有一些有形资产净值运作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的（几乎所有的企业都是如此）无财务杠杆的企业都会受到通胀的伤害，对有形资产需求不大的公司只不过受的伤害最小。

当然，对许多人来说，这种事实很难把握。多年来，持有上述通胀防护观点的传统智慧——传统长，智慧短——被装满了自然资源、厂房设备、或其他有形资产（“让我们确信的事物”）的企业津津乐道。通常，资产庞大的企业回报率低——这种回报率常常仅能提供资金满足现有企业的通胀需求，而剩不了什么用于实际增长，或用来给所有者派发股利，或用来收购新的公司。

相比之下，建立在通胀年月的异常多的巨大企业财富，来自于把价值持久的无形资产与对有形资产相对较少的需求相结合的公司的所有权。在这种情况下，收益按名义美元计算向上跳跃，而且这些美元基本上能用来收购其他企业。这种现象在通信企业中尤为明显，这些公司对有形资产的投资很少——但它的特许权仍能持续。在通胀时期，商誉是不断给予的礼物。

但是，这种说法自然只用于真正的经济商誉。假会计商誉——周围到处都是——是另一回事。如果过于兴奋的管理人员以荒谬的价格收购了一家企业，我们就能注意到前面描绘的相同的会计细节。因为这种荒谬的价格去不了别处，所以最终只能反映在商誉账户中。考虑到创造这个账户的管理纪律之匮乏，因此在这种条件下这个账户最好标成“无目的（No-will）”。无论用什么名词，40年的惯例有目共睹，而且大大资本化的肾上腺素仍然作为一项“资产”留在账簿中，就好像收购很明智一样。

* * * * * * * *

如果你们坚持认为对商誉的会计处理是对经济现实的最好衡量，那么我建议你们深思下面的最后一个问题。

假定一家公司每股20美元的净值全都是有形资产，再假定这家公司已经在国内建立起了某种巨大的消费者特许权，或者它很幸运，经FCC（Federal Communications Commission，美国联邦通信委员会）的许可收购了一些重要的电视台，因此，它用有形资产赚了一大笔，比方说每股5美元，或有形资产净值的25%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有了这种经济状况，它也许可以卖每股100美元，甚至更高，而且还很有可能在一次企业的整体协议出售中达到这种价格。

假定一位投资者以每股100美元买进该股票，为商誉支付了每股80美元（就像一个公司买家购买整个公司时做的那样）。这位投资者可转嫁用每年2美元的摊销费用（80美元除以40年）以计算每股的“真正”收益吗？如果可以，那么每股3美元的“真正”新收益可使他重新考虑他的收购价吗？

* * * * * * * *

我们相信经理们和投资者同样应当从两个方面看待无形资产：

(1) 在分析营运成果时——即，在评估一家企业的基本经济状况时——摊销费用应当忽略不计。能期望一家公司在没有财务杠杆的有形资产净值上赚多少——不包括任何减少收益的商誉摊销费用，是这家公司经济吸引力的最佳指南，也是这家公司经济商誉当前价值的最佳指南。

(2) 在评价收购行动是否明智时，摊销费用也应当忽略不计。它们不仅应当从收益中扣减，还应当从企业成本中扣减。这意味着，在任何摊销前，永远以全部成本看待收购到的商誉。而且，在所有给定的因素中，成本应当定义为包括全部企业内在价值——并非仅仅是记录下来的会计价值——而与相关证券在兼并时的市场价格无关，而且也与是否允许使用联营处理法无关。例如，在兼并蓝筹公司时，我们对喜诗和《布法罗晚报》商誉的40%所支付的价钱超过计人我们账簿的5 170万美元。这种不平衡的存在是因为，在兼并中放弃的伯克希尔股票的市场价值小于它们的企业内在价值，对我们来说后者是决定真正成本的价值。

从（1）看显然是赢家的公司，从（2）看却可能苍白无力。一家好企业并非总是好的收购对象——尽管它是寻找收购对象的好地方。

………… ● ● ● …………

如果伯克希尔以超过被收购方GAAP资产净值的溢价购买一家企业——这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很常见，因为我们要购买的大多数公司都不会以折价出售——这个溢价必须记入我们资产负债表的资产方。仅仅是一家公司应该如何记录溢价，就有许多会计规则。但为了简化这次讨论，我们将专注于“商誉”，几乎所有伯克希尔的收购溢价都归入该项资产。例如，最近当我们收购我们以前不曾拥有的GEICO的半数股权时，我们记录了大约16亿美元的商誉。

GAAP要求在不超过40年的时间中摊销——也就是，减值——商誉。因此，为了消灭我们在GEICO商誉中的16亿美元，我们将逐年从收益中扣减大约4 000万美元的摊销费用。这笔费用不能抵税，所以它把我们的税前收益和税后收益都减少了4 000万美元。㊀

结果，在会计意义上，我们的GEICO商誉将以等额摊销的方式逐渐消失。但我能向你保证的一件事是，我们在GEICO收购的经济商誉不会以同样的方式下降。实际上，我最好的猜测是，属于GEICO的经济商誉根本不会下降，反而会上升——而且很可能是大幅上升。

在1983年的年报中，我对喜诗糖果的商誉也做过相似的陈述，当时我把该公司做为讨论商誉会计的一个例子。那时，我们的资产负债表中记入了约3 600万美元的喜诗的商誉。从此，我们每年都要从收益中扣减大约100万美元，以摊销该项资产，因此，现在喜诗的商誉在我们的资产负债表上已减至约2 300万美元。换言之，从会计的观点来看，现在的喜诗自1983年来已经失去了一大笔商誉。

经济事实不可能差别太大。1983年，喜诗凭1 100万美元的营业净资产赚取了大约2 700万美元的税前收益；1995年它凭区区500万美元的营业净资产赚取了5 000万美元的税前收益。显然，在此期间，喜诗的经济商誉已经大大增加而不是减少。同样清楚的是，喜诗的价值比它在我们账簿上记载的价值高几千万美元。

当然，我们有可能失手，但是我们希望GEICO逐渐损失的账面价值能与其经济商誉的不断增加对应起来。在我们的大多数子公司里——而非喜诗一家——这确实已经成了一种模式。这就是为什么我们经常以让你忽略所有盘购

㊀ 税法已改。见IRC § 197。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计调整的方式展示我们的营业利润。

将来，我们也会对透明盈利采取相似的策略，除去因被投资方的重大盘购会计调整产生的收益。我们不会对账簿上仅有少量商誉的公司运用这种策略，如可口可乐和吉列。但是，我们会将其推行至富国银行和迪斯尼，两者最近刚有过巨额收购行动，而且正在处理由此产生的异常高昂的商誉摊销费用。

在结束这个主题之前，我们必须提出一个重要的警告：投资者常常被CEO和华尔街的分析师们引入歧途，他们把折旧费用与我们刚才讨论的摊销费用相提并论。这两者无法等同：除了极少数例外，折旧费用是一种经济成本，从哪一点看都与工资、原材料或税金一样实在，在伯克希尔以及在几乎所有其他我们已经研究过的公司中，这无疑是事实。此外，我们并不认为所谓的EBITDA（Earnings Before Interest，Taxes，Depreciation and Amortization，支付利息、税款、折旧费用和摊销费用前的收益）是一种有意义的业绩评价方法，不理会折旧费用的重要性——而强调“现金流”或EBITDA——的管理人员容易做出错误的决策，而且你们在做出自己的投资决策时，也必须将其牢记在心。

6.4 所有者收益和现金流的谬误⊖

正如GAAP规定的那样，许多企业收购都要求重大的收购价格会计调整。GAAP数值当然就是我们在合并会计报表中使用的数值，但是，我们认为，对于投资者或者经理来说，GAAP数字并不一定是最有用的数值。因此，特定营运单位的数值是收购价格调整入账前的收益。实际上，如果我们没有收购这些企业，那么这些企业本会报告这些收益。

对我们偏向采用下述这种提示形式的原因的讨论，永远不能取代一部色情小说，而且绝对不是非读不可。但是，我知道在我们的6 000名股东中，确有一些因我的会计文章吓得胆战心惊——因此我希望你们中的两类人都喜爱这篇讨论。

············ • • • ············

先来一个小测验：下面是两家公司1986年度的利润简表。哪一家公司更值钱？

⊖ 短线分隔成的各部分：1986年，1986年的附录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

		O公司	（单位：千美元）	N公司
营业收入		677 240		677 240
销货成本：				
历史成本，				
不包括折旧费用	341 170		341 170	
特殊非现金存货成本			4 979 (1)	
厂房设备的折旧费用	8 301		13 355 (2)	
		349 471		359 504
毛利		327 769		317 736
销售与管理费用	260 286		260 286	
商誉摊销费用			595 (3)	
		260 286		260 881
营业利润		67 483		56 855
其他收入净值		4 135		4 135
税前利润		71 618		60 990
适用的所得税				
历史递延税额				
和本期税额	31 387		31 387	
非现金跨期分摊调整			998 (4)	
		31 387		32 385
净利润		40 231		28 605

（(1)至(4)表示将在下文中讨论的项目）。

正如你已经猜到的那样，O公司和N公司是同一家企业——思考特·费泽。在“O”（代表“老公司”）栏中，我们给出了如果我们没有收购这家公司时它的GAAP收益；在“N”（代表“新公司”）栏中，我们给出了伯克希尔实际报告的思考特·费泽的GAAP收益。

必须强调，两栏描述的都是同一种经济状况——即，相同的销售收入、工资、税金，等等。而且两家“公司”都为投资者创造了相同数量的现金。只有会计方法不同。

那么，哲学家们，哪一栏展现了事实？经理和投资者应当关注哪组数字？

在我们解决这些问题之前，让我们看看是什么导致了O公司和N公司间的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种差异。在某些方面，我们将简化我们的讨论，但是这种化繁为简不应在分析或结论中产生偏差。

O公司和N公司间的这种差异是因为我们为思考特·费泽支付了与它报表中的资产净值不同的价格。根据GAAP，这种差异——这种溢价或折扣——必须用“收购价格调整”解决。在思考特·费泽的案例中，我们为它在账簿上记录的1.724亿美元净资产支付了3.15亿美元。这样，我们就付出了1.426亿美元的溢价。

对任何溢价进行会计处理的第一步是将流动资产的置存价值（Carrying Value）调整为现值。在实际操作中，这个要求通常不会影响按现值例行入账的应收账款，但会影响存货。因为有2 290万美元的LIFO准备金[⊖]及其他会计杂项，思考特·费泽的存货账户与现值相比有3 730万美元的折扣。因此，我们用1.426亿美元溢价中的3 730万美元来增加存货的置存价值，作为我们的第一步会计行动。

在调整流动资产后若还有溢价剩余，那么下一步是按现值调整固定资产。在我们的案例中，这种调整也需要几个与递延税额有关的会计技巧。既然是简化的讨论，那么我将跳过细节，直接向你们亮出底线：我们把6 800万美元加到固定资产中，再把1 300万美元从递延税额负债中消除。经过这8 100万美元的调整之后，我们还剩下2 430万美元的溢价要分配。

如果情况需要，就还要采取两个步骤：按公允现值调整除商誉以外的无形资产，以及按公允现值重新编制负债账户，后者通常仅影响长期负债和未备基金的养老基金负债。但是，在思考特·费泽的案例中，这两个步骤都没有必要。

在为所有的资产与负债记录了公允市场价值之后，我们需要做的最后一项会计调整是将剩余的溢价划入商誉账户（技术上称为“成本超过所得净资产公允价值的部分”）。剩余的溢价总计有2 430万美元。因此，思考特·费泽在收购前的资产负债表——概括于O栏中——通过收购转变成了N栏中显示的资产负债表。实际上，两张资产负债表都描绘了同样的资产与负债——但是，正如

⊖ LIFO准备金是取代存货的现时成本与资产负债表中显示的存货成本间的差额。这个差额可能会大幅上升，尤其是在通货膨胀时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你们看到的那样，某些数字大不相同。

	O公司	N公司
	（单位：千美元）	
资　产		
现金及现金等价物	3 593	3 593
应收账款净额	90 919	90 919
存货	77 489	114 764
其他流动资产	5 954	5 954
流动资产合计	177 955	215 230
土地、厂房和设备的净值	80 967	148 960
非合并子公司与合资企业借款中的投资	93 589	93 589
其他资产，包括商誉	9 836	34 210
	362 347	491 989
负　债		
应付票据和长期负债的当期部分	4 650	4 650
应付账款	39 003	39 003
应计负债	84 939	84 939
流动负债合计	128 592	128 592
长期负债和资本化租赁	34 669	34 669
递延所得税额	17 052	4 075
其他递延贷项	9 657	9 657
负债合计	189 970	176 993
股东权益	172 377	314 996
	362 347	491 989

N栏中显示的较高的资产负债表数值导致前面损益表的N栏中较低的盈利数值。这是资产价值增记（Write-up），以及某些价值被增记的资产必须折旧或摊销的结果。资产数值越高，每年从收益中扣减的折旧费用或摊销费用必定也越高。因资产负债表的价值增记而流转入损益表中的费用已在前面列示的损益表中计算出来：

1. 4 979 000美元的非现金存货成本主要是因为对思考特·费泽在1986年对存货的减值；在未来的年度中，这种费用将逐渐变小，甚至不复存在；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 5 054 000美元的额外折旧费用归因于固定资产的价值增记，每年如此数额的费用还需再发生12年；

3. 595 000美元的商誉摊销费用，这笔费用还需要再发生39年，而且数额会略增，这是由于我们的收购发生在1月6日，所以，1986年的数值仅是当年摊销费用的98%；

4. 998 000美元的递延税款技巧，这些技巧超出了我简要说明（甚至是详细说明）的能力之外；每年大约同样数额的费用很可能会再发生12年。

重要的是要理解这些新创造的会计成本——总计1 160万美元——中没有哪一项可以用来抵扣所得税。⊖尽管"新"思考特·费泽与"老"思考特·费泽间的GAAP收益相差甚远，但是这两个经济实体缴纳完全相同的税。而且就营业利润而言，将来也会如此。但是，如果出现思考特·费泽出售它拥有的一家企业这种不太可能出现的情况，那么"新"公司和"老"公司的纳税影响就可能大相径庭。

到1986年末，通过从"新"思考特·费泽的利润中额外扣减1 160万美元的费用，"新"、"老"经济实体资产净值间的差异已经从1.426亿美元缩小至1.310亿美元。随着时间的流逝，从利润中扣减相同的费用会使大部分溢价消失殆尽，而且两张资产负债表将汇聚到一点。但是，除非转让土地或者进一步降低存货水平，否则在新资产负债表中创造的较高的土地价值以及大部分较高的存货价值仍然会保留下来。

* * * * * * * *

所有这些对所有者来说意味着什么？1986年，伯克希尔的股东购进的是一家盈利4 020万美元的企业，还是一家盈利2 860万美元的企业？这些1 160万美元的新费用对我们来说是一种真正的经济成本吗？相比N公司的股票，投资者应当为O公司的股票支付更多的钱吗？而且，如果一家企业值其盈利的好几倍，那么思考特·费泽在我们购买它之前比这之后值钱得多吗？

⊖ 税法已改。见IRC § 197。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我们想通这些问题，就能领悟到什么才可称之为“所有者收益”。这些收益代表（a）报告收益，加上（b）折旧费用、折耗费用、摊销费用和某些其他非现金费用——如N公司的项目（1）和（4），减去（c）企业为维护其长期竞争地位和单位产量而用于厂房和设备的年平均资本化开支，等等。如果企业需要超额流动资金维护其长期竞争地位和单位产量，那么超额部分也必须包含在（c）中。但是，如果单位产量不变，那么采用LIFO存货法的企业通常不需要超额流动资金。

我们的所有者收益公式不能产生GAAP的欺骗性精确值，因为（c）必定是猜测——而且有时是一种极难做出的猜测。尽管存在这个问题，但我们认为所有者收益数值，而不是GAAP数值，才是与估价目的相关的项目——对正在购买股票的投资者们和正在购买整个企业的经理们来说都是如此。我们赞同凯恩斯的观察结果：“我宁愿模糊地正确，而不是精确地错误。”

我们已概括出来的这种方法为O公司和N公司产生的“所有者收益”完全一致，这意味着对两家公司的估价也完全一致，就像常识告诉你们应该是这种情况那样。得到这种结果是因为（a）与（b）之和在O栏和N栏中完全相同，以及（c）在两种情况下必定完全相同。

那么，作为所有者和经理，查理和我认为哪个才是思考特·费泽所有者收益的正确值呢？在目前的情况下，我们相信（c）非常接近于“老”公司（b）的830万美元，而大大低于“新”公司（b）的1 990万美元。因此，我们相信，相比N栏中的报告收益，O栏中的报告收益更能说明所有者收益。换言之，我们认为思考特·费泽的所有者收益比我们报告的GAAP数值大得多。

这显然是件喜事，但是这种计算通常不能提供这种令人高兴的消息。大多数经理很可能会承认，在更长的时期中他们需要在企业上投入比（b）更多的资金，这样做仅仅是为了坚守企业的单位产量和竞争地位。如果有这种必要——也就是，如果（c）超过（b）——那么GAAP收益就会夸大所有者收益。这种夸大常常太过头，近些年，石油工业就有这种现象的突出例子。如果大部分大石油公司每年仅花费（b），那么按实数计算它们肯定亏损。

凡此种种都清楚地表明，常常在华尔街的报告中侃侃而谈的“现金流”数字非常荒谬。这些数字例行公事地包括（a）加上（b）——但没有减去（c）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数投资银行家的销售手册也有这种欺骗性的介绍，这些销售手册暗示正在出售的企业是一座商业金字塔——永远是第一流的，而且永远不需要更新、改善或修整。实际上，如果所有待价而沽的美国股份有限公司同时通过我们一流的投资银行家进行销售——而且，如果介绍这些公司的销售手册让人信服——那么政府对全国厂房和设备开支的预测将不得不大幅削减90%。

在说明某些房地产企业，或者其他初始费用巨大而后费用较小的企业时，"现金流"的确可以作为起到某种效用的速记法，财产仅有一座桥梁的，或是开采期特别长的油气田的公司就是个例子。但是"现金流"在制造、零售、采掘和公用事业这样的企业中毫无意义，因为对它们来说（c）总是很大。当然，在特定年度这种企业能够递延资本支出。但是在5年或10年中，它们必须投资——否则企业就会垮掉。

那么，为什么"现金流"今天会如此流行呢？我们承认我们在回答的时候玩世不恭：我们相信企业和证券公司的销售经理们常常试图用这些数字证明那些不能证明的东西（并就此卖掉那些根本卖不出去的东西）。如果（a）——也就是，GAAP收益——本身看起来不足以偿付垃圾债券或者被证明是愚蠢的股票价格，那么它对那些要专注于（a）+（b）的销售人员来说又有什么便利呢？但是，你应该加上（b）而不减去（c），尽管牙医说得有道理，如果你不关心自己的牙齿，他们只能由你去了，但是同样的情况不适用于（c）。相信债务维护能力，或者权益估价，或者一家可以用（a）加上（b）而忽略（c）来衡量的公司或投资者，是在自找麻烦。

* * * * * * * *

总而言之：在思考特·费泽和我们的其他企业中，我们认为以历史成本为基础的（b）——也就是，不包括无形资产的摊销和其他收购价格调整——在数额上相当接近于（c）。（当然，这两项并不完全一样。例如，我们在喜诗每年产生超出折旧费用500 000美元至100万美元的资本化开支，仅仅是为了保持我们的竞争地位。）我们对此深信不疑是我们将摊销费用和其他收购价格调整分列的原因……而且也是在看待单个企业的收益时……更注重所有者收益而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是GAAP数值的原因。

怀疑GAAP数值在某些人看来有些不敬。毕竟，如果不是为了了解企业的"实情"，那么我们付钱给会计师是为了什么？但是，会计师的工作是记录，而不是估价。估价工作是投资者和经理的事。

会计数字当然是商业语言，而且为任何评估企业价值并跟踪其进步的人提供了巨大的帮助。没有这些数字，查理和我就会迷失方向：对我们来说，它们总是评估自己的企业和他人企业的起点。但是，经理们和所有者们要记住，会计仅仅有助于业务思考，而永远不能取代业务思考。

6.5 内在价值、账面价值和市场价格⊖

内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了惟一的逻辑手段。内在价值的定义很简单：它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金的折现值。

但是，内在价值的计算并不如此简单。正如我们定义的那样，内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须改变的估计值。此外，考察同一组事实的两个人——甚至对查理和我也同样适用——几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值。这是我们永远不会给你我们对内在价值的估计值的一个原因。然而，我们的年度报告提供的东西是我们自己用来计算这种价值的事实。

同时，我们定期报告我们的每股账面价值，这是一个很容易计算的数值，尽管用途有限。这种局限并不来自于我们持有的可交易证券，它们按现价记录在我们的账簿上。相反，账面价值的不足之处与我们控股的公司有关，它们在我们的账簿上记载的价值可能与其内在价值大相径庭。

这种差别可以朝两个不同的方向发展。例如，在1964年，我们可以确信地说伯克希尔每股的账面价值是19.46美元。但是，这个数字大大夸大了公司的内在价值，因为公司的所有收入来源都捆在了盈利能力低下的纺织业务上。我们的纺织资产既没有继续经营的价值，也没有等同于其置存价值的清算价值。

⊖ 短线分隔成的各部分：1986年的所有者手册，1987年，1985年，1996年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，今天伯克希尔的处境已经逆转：我们在1996年3月31日15 180美元的账面价值，远远低于伯克希尔的内在价值，这是事实，因为我们控制的许多企业比它们的置存价值值钱得多。

尽管不能说明全部问题，但我们还是要给出伯克希尔的账面价值，因为今天它们是对伯克希尔内在价值粗略的跟踪方法——尽管低估了许多。换言之，账面价值在任何特定年度的百分比变化，很可能接近于该年的内在价值变化。

通过考察一种形式的投资——大学教育，你们可以洞察账面价值和内在价值之间的差别。把教育成本看作是它的“账面价值”。如果想要得到精确的成本，就必须包括学生放弃的收益，因为他选择了上大学而不是工作。

对于这种情况，我们将忽略教育的各种重要的非经济效益，而严格集中于它的经济效益。首先，我们必须估计毕业生在他的整个一生中得到的收益，然后从这个数值中减去如果他缺少这种教育所获得的收益的估计值。我们会得到一个超额盈利数值，因此必须按一个适当的利率将其折现至毕业日。这样计算出的收益等于教育的内在经济价值。

一些毕业生会发现，他们所受教育的账面价值超出其内在价值，这意味着不管谁为这种教育掏腰包都没有得到学费的价值。在另一些情况下，教育的内在价值远远超出其账面价值，这个结果证明资本的运用非常明智。显而易见，在任何情况下，作为内在价值的指示器，账面价值毫无意义。

………… ● ● ● …………

比较我们的控股公司与那些我们持有少数股权的公司的报告财务收益，得出了一种有趣的会计讽刺。后者有20多亿美元市场价值，然而，它们在1987年仅为伯克希尔在报表上产生了1 100万美元的税后利润。

会计规则要求我们仅将这些公司派发给我们的股利——只不过是名义上的，而不是它们的收益中属于我们的份额入账，后者在1987年总计大大超过1亿美元。另一方面，会计规则要求这三种少数股权——由我们的保险公司拥有——的置存价值，必须按当前的市场价格记录在我们的资产负债表中。结果是：GAAP会计方法允许我们在净值中反映我们部分拥有的企业到目前为止的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际价值，但不允许我们在收入账户中反映它们的根本收益。

在我们的控股公司中，反过来做才对。这时，我们在收入账户中反映出了全部收益，但是永远不能在资产负债表中变动资产的价值——无论企业的价值在我们收购之后有多大的增长。

对这种会计上的精神分裂症，我们的思维方法是，忽略GAAP数值，而且仅将注意力放在我们的控股企业和非控股企业的未来盈利能力上。用这种方法，我们建立了我们自己的企业价值观念，使企业价值独立于账簿上控股公司的会计价值，也独立于愚蠢的市场有时为我们部分所有的公司设定的价值。这正是我们希望在未来的岁月里以适度的（最好是过高的）速率增长的企业价值。

………… ● ● ● …………

历史上，伯克希尔的股票总是按稍低于企业内在价值的价格出售。有了这种价格，购买者就可以肯定（只要他们没有经历过这种折扣的扩大），他们的个人投资经历将至少与企业的财务经历相同。但是，最近这种折扣已经消失，而且时常会出现适度的溢价。

这种折扣的消失意味着，伯克希尔的市场价值比企业价值（它本身在以令人高兴的步伐前进）增长得快。这对任何在出现这种运动时已经持有股票的所有者来说是个好消息，但对新所有者或未来的所有者来说却是个坏消息。如果伯克希尔新所有者的财务经历仅仅能跟上公司未来的财务经历，那么他们付出的任何市场价值大于企业内在价值的溢价就必定会维持下去。

管理人员不可能决定市场价格，尽管他们可以通过公告和经营策略鼓励市场参与者的理性行为。正像你猜到的那样，我自己的偏好是一种持久接近企业价值的市场价格。有了这种关系，所有者就可以在其整个所有期中，精确地与企业的繁荣同步繁荣。市场价格在企业价值上下的大幅波动，总的来说不会改变所有者的最终收益；最终，投资者获得的必定与企业获得的一样多。但是长期大幅度的低估和（或）高估会导致企业利润在各种不同的所有者中不公平地分配，因为任何特定所有者的投资成效很大程度上取决于他是幸运、精明还是愚蠢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长久以来，伯克希尔的市场价值与企业价值之间的关系，比其他任何我熟知的公开交易股权的这种关系都更加恒定。这是给你的馈赠。由于你们有理智、兴趣和投资倾向，所以伯克希尔股票的市场价格几乎总是切合实际的。这种不寻常的结果由不寻常的人口统计学得出的一群股东实现了：实际上，我们所有的股东都是个人投资者，而不是机构投资者，再没有哪一家像我们这种大规模的公众持股公司能够同样做到这一点。

40年前，本·格雷厄姆曾讲过一个故事，说明为什么投资专家会有他们的表现：一位正在走向天堂的石油勘探员，在遇到圣·彼得（St. Peter）⊖时听到了坏消息。“你有资格在此居住，”圣·彼得说，“但是，你也看到了，为石油大王们保留的院子已经挤得满满的。没办法再把你塞进去。”勘探员想了一会儿问圣·彼得，他是否能对现在的居民说八个字。这看起来对圣·彼得没什么害处，所以勘探员把手罩在嘴边大声叫嚷，“地狱里发现了石油。”立刻，通向院子的大门打开了，所有的石油大王都涌了出来朝地狱走去。惊讶之余，圣·彼得邀请勘探员进入院子，勘探员却踌躇了，“不行，”他说，“我想我得跟那些家伙一起去。毕竟，地狱里可能真有石油。”

··········· ● ● ● ···········

在1995年的信中，由于伯克希尔的股票卖到了36 000美元，我曾告诉你们：（1）最近几年伯克希尔市场价值的增长已经超出了其内在价值的增长，尽管后者的增长令人十分满意；（2）这种过度的表现绝对不可能持续下去；（3）查理和我那时并不认为伯克希尔会被低估。

自从我发出了这些警告之后，伯克希尔的内在价值已经大大增加……而我们股票的市场价格变化很小。这当然意味着，1996年伯克希尔的股票超越了企业的表现。因此，今天的价格/价值关系，不仅与一年前的大不相同，而且在查理和我看来也更加合适。

随着时间的流逝，伯克希尔股东获得的累计收益必定与公司的业务收益相

⊖ ？—公元前64？，耶稣基督十二圣徒中最出色的一位，传说是第一位罗马教皇。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同。如果股票暂时超出或低于企业的表现，那么一小部分股东——卖家或买家——就会在交易这些股票时获得超额利润。通常，在这场游戏中，成熟的参与者比单纯的人有优势。

尽管我们的主要目标是使我们的股东从其伯克希尔所有权中获得的总收益最大化，但是我们还希望使一些股东以其他股东为代价获得的利润最小化。这些是如果我们在管理家族合伙制企业时会有的目标，而且我们相信它们对公众持股公司的经理来说也有同样的意义。在合伙制企业中，公平要求合伙利益在合伙人进出的时候得到平等的估价；在公众持股公司中，当市场价格与内在价值保持同步时，就出现了公平。显然，它们总是达不到这种理想状态，但是一位经理——通过他的经营策略和交流——可以为培养公平多出一把力。

当然，股东持有股票的时间越长，伯克希尔的企业收益对其金融经历的意义就越大——而且在他买卖股票时相对内在价值有什么样的溢价或折扣的重要性就越小。这是我们希望吸引有长远投资眼光的所有者的一个原因。总的来说，我认为我们已经在这个追求上获得了成功。对于由长远眼光的所有者持有的股票百分比，伯克希尔在所有大型美国股份公司中很可能名列第一。

6.6 伊索与失效灌木丛理论[㊀]

估价为经济利益购置的所有财富的公式在大约公元前600年由一位非常聪明的人设计以来就一直没变过（尽管他还没有聪明到懂得那是公元前600年）。

这位圣人是伊索（Aesop）[㊁]，而他不朽的——尽管有些不完整——投资洞察力是“手中的一只鸟值灌木丛中的两只鸟”。为了充实这个原理，你必须回答三个问题。你有多么肯定灌木丛中真的有鸟？它们何时出现，以及那里有多少只鸟？什么是无风险利率（我们认为那是长期美国债券的收益率）？如果你能回答这三个问题，你就能够知道这片灌木丛的最大价值，以及你现在拥有的应当提供给这片灌木丛的最多数量的鸟。当然，不要照字面考虑鸟，而是考虑美元。

伊索的投资格言，像这样扩大并转换到美元是永恒不变的。它应用于农场、

㊀ 2000年。

㊁ 约六世纪古希腊寓言作家，有《伊索寓言》传世。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石油开采权、债券、股票、彩票和制造厂的支出。而且，无论是蒸汽机的到来，电力的开发，还是汽车的发明，还是因特网，都丝毫不能改变这个公式。只要带入正确的数字，那么你就能够给宇宙中所有可能的资本用途排队。

普通的标准如红利率、市盈率或者市净率，甚至增长率都与估价无关，除非它们到了给进出企业的现金流量或流动时刻提供线索的程度。实际上，如果增长率要求在一个项目或者企业的头几年有现金流入，而流入的现金超过了这些资产在今后年景里产生的现金的贴现值，那么这种增长率可以破坏价值。口齿伶俐地引用"增长"风格和"价值"风格作为投资的对照手段的市场评论员和投资经理们，是在表现他们的无知，而不是成熟。增长仅仅是价值公式中的一个组成部分，通常是一种有利条件，但有时是一种不利条件。

唉！尽管伊索的命题以及第三个变量——也就是利率——很简单，但是为其他两个变量插入数字却是件难事。实际上，实用精确的数字是愚蠢的；与一个范围的可能性合作才是更好的手段。

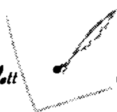
通常，这个范围必须非常大，以至于得不到任何有用的结论。然而，即使是对鸟未来出现的非常保守的估计，也会显示所出的价格与价值相比惊人的低。（让我们称这种现象是IBT（Inefficient Bush Theory）——失效灌木丛理论。）自然，投资者需要某种对企业经济学的一般理解，以及独立思考获得有充分根据的正面结论的能力，但是投资者既不需要卓越的才华也不需要炫目的洞察力。

在另一个极端，有许多时候最有才华的投资者不能收集要出现的鸟的证据，就是在采用非常大范围的估计时也不能收集。这种不确定性常常出现在考察新公司和迅速变化的行业时。万一有这种情况，任何资本运用必须贴上投机的标签。

现在，投机——此时焦点不是在资产将产生什么上，而是在跟风的家伙会为它付出什么上——既不非法、邪恶，也不非美国式，但它不是一种查理和我希望玩的游戏。我们空手去参加聚会，因此为什么我们应当指望带东西回家？

分开投资与投机的那条线——永远不是明亮清晰的，当大多数市场参与者最近已经享受凯旋时就变得更加模糊了。并没有什么能像大笔轻易得来的钱那样给理性服镇静剂。有那种飘飘然的经历之后，通常明智的人会卷入与舞会中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的灰姑娘的行为相似的行为中。他们知道在庆祝会上逗留过久——也就是，在那些相对于很可能在未来产生的现金有巨大估价的公司中继续投机——将最终会带来南瓜和老鼠。尽管如此，他们都讨厌错过盛大聚会的每一分钟。因此，眼花缭乱的参与者都计划在午夜之前的几秒钟离开。但是有一个问题：他们正在一个钟没有指针的屋子里跳舞。

去年，我们曾对无处不在的繁荣——而且它当然是无理性的——做出过评论，因为我们注意到投资者预期已经增长到最可能回报的数倍。一条证据来自1999年12月进行的普惠—盖洛普（Paine Webber-Gallup）投资者调查，在这个调查中参与者被问及他们对投资者在未来十年预计实现的回报的观点。他们的回答平均为19%。当然，这是一种非理性的期望：对于美国企业总体来说，在2009年的灌木丛中不可能出现足够多的鸟实现这种回报。

更加无理性的仍然是，当时对于几乎肯定以低价值或毫无价值结束的企业，市场参与者所做出的极高估价。但是，被飙升的股价实施了催眠术的投资者们，全然不顾其他所有东西，挤进了这些企业中。它就像某种病毒在专业投资者和业余投资者中疾驰，引起错觉，在这种错觉中，某个板块的股票价值逐渐与企业的内在价值背离。

这种超现实主义的场面还伴随着对“价值创造”非常随意的讨论。我们欣然认识到，在过去十年中，全新或年轻的企业创造了大量真正的价值，而且还会创造出更多的价值。但是，任何在其一生中损失金钱的企业都在破坏，而不是创造价值，无论这种企业获得了多高的临时估价。

在这些情形中真正出现的是财富转移，而且常常是大规模的财富转移。通过不知廉耻地促销无鸟的灌木丛，最近几年公司发起人已经从公众的口袋里把几十亿美元转移到了他们自己的钱包中（以及他们的亲友和同事的钱包中）。事实是，泡沫的市场必须创造泡沫的公司，这些实体特意更加关注从投资者那里圈钱，而不是为他们赚钱。太多时候，IPO而不是利润，才是公司发起人的主要目的。从根本上说，这些公司的“业务模式”已经是老套的连锁信（Chain Letter）[⊖]，为这些信许多渴望赚取佣金的投资银行家们扮演着热心的

⊖ 收信人须转致他人，依次类推，一个一个地传寄下去的信。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邮递员。

但是每一个泡沫都有一根针在等着。而且当这两者最终相遇时，新一波的投资者们学到了某种非常老旧的教训：首先，华尔街——一个质量控制得不到褒奖的社区——中的许多人会卖给投资者任何他们要买东西。其次，当投机看起来轻而易举的时候最危险。

在伯克希尔，我们从不试图从未经证实的企业海洋中挑选几个涌现出的赢家。我们还没有聪明到这样做，而且我们深知这一点。相反，在我们对灌木丛中有多少只鸟以及它们何时会出现有合理的信心时，我们努力对这些机会运用伊索2 600岁的方程式（我的孙子们很可能把这个公式更新为“敞篷车中的一个女孩值电话簿中的五个”）。显然，我们永远不能精确预测一家企业现金流入流出的时机或者它们的确切数量。因此，我们尽量使我们的估计保守，而且专注于那些企业意外不太可能对所有者产生浩劫的行业中。即使如此，我们也犯了许多错误：记住，我曾是个认为自己理解交易邮票、纺织品、鞋以及二等百货店未来经济的家伙。

近来，为交易整个企业，最有前途的“灌木丛”已经得到商谈，而且这使我们很满意。然而，你应当清楚地明白，这些收购最多将会提供给我们合理的回报。只有在资本市场受到严重压制，而且整个企业界悲观厌世时，才能够指望来自协议收购的丰硕果实。我们的情况根本不是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

会计政策与纳税问题

即使GAAP有缺点，我也讨厌制定一套更好的规则。然而，现有规则的局限不需要克服：CEO不必受人摆布，把GAAP报表作为他们对所有者和债权人义务的开始而不是结束——事实上他们必须如此。毕竟，任何一位子公司经理如果报告了不加渲染的GAAP数字，而这些数字遗漏了他的老板——母公司的CEO——需要的关键信息，都会发现自己处于水深火热之中。那么，为什么CEO本人就应该保留实质上对他的老板们——公司的持股所有人——有用的信息呢?

需要报告的是有助于了解金融的读者回答以下三个关键问题的数据——无论它们是GAAP数据、非GAAP数据、还是额外的GAAP数据：（1）这家公司大约值多少钱?（2）它能够履行未来义务的可能性？以及（3）考虑到经理们分派到的工作，他们的工作表现有多好?

在大多数情况下，从最低限度的GAAP提示中收集上述一个或更多问题的答案介乎困难与不可能之间。企业界真是太复杂了，以至于不能用单单一组规则，有效地描述所有企业的经济事实，尤其是那些广泛涉足各种不同业务的企业，如伯克希尔。

使问题进一步复杂化的是，许多管理人员不是把GAAP看做一种需要达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的标准，而是看做一种需要克服的障碍。会计人员欣然协助他们的事不胜枚举。（“2加2，”客户问，“等于几？”合作的会计师回答，“你想它等于几？”）即使是诚实而且出于好意的管理人员，有时也会稍稍曲解GAAP，以展示他们认为可以更加合理地形容他们业绩的数值。平滑收益以及“巨额冲销”季度是正直的管理人员采用的其他“没有恶意的谎言”。

于是，还有一些经理积极地使用GAAP进行欺诈，他们知道许多投资者和审计师视GAAP结果为真理。因此这些江湖骗子“富于想像地”解释会计规则，并用技术上遵守GAAP，但实际上向世界显示一种经济幻觉的手段记录业务交易。

只要投资者——包括想像中成熟的机构投资者——沉迷于符合稳定增长的报告“收益”，那么你们就可以相信一些经理和推销员会利用GAAP产生这些数字，而无论事实如何。多年来，查理和我观察到了许多规模难以置信的会计诈骗，只有少数作恶多端的人受到了惩罚；许多甚至未受到任何谴责。用钢笔窃取一大笔钱比用枪抢劫一小笔钱要安全得多。

7.1 盘购—联营争论[⊖]

收购中的会计应用是目前非常有争议的话题，而且在尘埃落定之前，美国国会甚至可能干预（一个真正可怕的念头）。

当一家公司被收购时，通用会计准则（GAAP）现在抵消了记录这笔交易的两种截然相反的方法：“盘购”和“联营”。在联营法中，股票必定是货币；在盘购法中，付账可以用现金或股票。无论货币是什么，管理层通常憎恶盘购会计法，因为它几乎总是要求建立一个“商誉”账户以及随后的注销———种通常持续几十年的，使盈利背上巨大年费用的过程。相比之下，联营法避免了商誉账户，这就是为什么管理层爱它的原因。

现在，财务会计标准委员会（Financial Accounting Standards Board，FASB）已停止使用联营法，因此许多CEO正在准备战斗。这将是一场重要的战斗，因此我们将斗胆提出一些观点。首先，我们认同许多经理的观点，他们

⊖ 引文，1988年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为商誉摊销费用通常是假的。⊖

对于会计规则来说，批准在通常情况下与现实相冲突的摊销非常棘手：大多数会计费用与正在发生的事情有关，即使它们不能精确度量它。作为一个例子，折旧费不能精确标定物理资产遭受的价值下跌，但是这些费用至少可以描述一些真实发生的事：物理资产总在损坏。相应地，存货的陈旧费、应收账款的坏账准备和保修单的应计费用，都处在反映真实成本的各项费用之中。这些开支的年度费用不可能得到精确测量，但是估价它们的必要性显而易见。

相比之下，在许多情形中，经济商誉并没有减少。实际上，在许多例子中——也许是大多数情形中，它的价值实际上随时间的推移而增长。在性质上，经济商誉很像土地：两种资产的价值肯定会波动，但价值运动的方向决不是注定的。例如，See公司的经济商誉已经以一种不规则但很稳定的方式增长了78年。而且，如果我们正确地运作这家企业，这种增加很可能至少会持续另一个78年。

为了逃避商誉费的假象，许多经理信奉联营法的假象。这种会计习俗建立在诗歌般的想法上，也就是当两条河并在一起时，它们的水流就不分彼此了。在这种概念下，已经并给大企业的公司并没有“蒸发”（即使它常常能收到一笔数额巨大的“出卖”溢价）。相应地，商誉没有得到创造，因此那些降低盈利的讨厌费用就被消除了。相反，对于正在前进的实体的会计方法，就像这个公司永远是一个单元那样得到处理。

就这么写诗情画意。兼并的现实通常远非如此：无论这笔交易如何拟定，都无可争辩地有一个获得者和一个被获得者，而且后者已经被“购买”。如果你另有想法，就去问问那些为征服者和被征服者工作的雇员。你会一清二楚。因此在这点上，FASB是正确的：在大多数合并中，购买已经做出。是的，确有一些真正的“同等公司合并”，但它们寥寥无几。

查理和我相信，有一种以事实为依据的方法，既可以满足FASB——希望正确记录一次收购，又能满足管理层对减少商誉荒谬费用的异议。我们会首先使购入的公司的公允价值记录其收购价格——不论用股票还是现金支付。在大

⊖ 见6.3节的经济商誉与会计商誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数情况下，这个过程将会创造一笔代表经济商誉的巨大资产。然后我们会把这项资产留在账面上，不要求摊销。最后，如果经济商誉受损，因为它时常会，它就会像其他许多被判定为受损的资产一样受到减计。

如果我们建议的规则被采纳，就应当追溯地得到运用，这样盘购会计法就会在整个美国保持一致——离今天存在的还有漫漫长路。一个预言：如果这项计划会起到效果，那么管理层就会拟定更加明智的收购，为他们的股东按实际的结果，而不是为他们的报告盈利按虚幻的结果，决定用现金还是股票。

7.2 股票期权[㊀]

在主管人员和会计师们做出的让我们不要面对现实的行为中，最惊人的情形出现在股票期权的世界中。在伯克希尔1985年的年报中，我曾摆明了我对利用期权和滥用期权的观点。[㊁]但即使期权设计得当，事实证明也是毫无意义。缺乏逻辑并非巧合：几十年来，大多数企业发动了针对会计规则制定者的战争，试图避免在发行股票期权的股份公司的利润中反映出它们的成本。

主管人员常常认为期权难以估价，所以理应忽略它们的成本。在另一些时候，经理们又说，为期权指定成本会伤害那些刚起步的小型企业。有时，他们甚至庄严地宣称“价外选择（Out-of-the-money）”的期权（那些执行价格等于或大于当前市场价格的期权）在发行时毫无价值。

奇怪的是，机构投资者理事会（Council of Institutional Investors）已经就这个主题表达了不同的观点，它认为应当视期权为一种成本，因为它们“不是来自公司保险箱的钱”。我认为这种推理思路为美国的股份公司立即增加它们的报告收益提供了激动人心的各种可能，例如，它们可以用期权支付保险成本来消除保险成本。所以如果你是一名CEO，而且赞成这种“没有现金收付就没有成本（No Cash-No Cost）”的会计理论，那么我将给你一个你不会拒绝的报价：请打电话到伯克希尔找我们，我们会高高兴兴地卖给你保险，用来交换一大捆你们公司股票的长期期权。

股东们应当明白，公司在向另一个当事人交付有价值的东西时就会产生成

㊀ 短线分隔成的各部分：1992年，1998年。
㊁ 见1.5节的酬报主管人员的原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本，而不必仅仅在现金易手的时候。而且，仅仅因为不能精确量化就说一项重要的成本不应确认不仅愚蠢而且玩世不恭。现在，会计有很多不精确的地方，毕竟，没有哪一个经理或者审计师知道一架波音747飞机的寿命有多长，这意味着他也不知道这架飞机每年的折旧费用是多少。没有哪一个人可以确切知道一家银行每年的贷款损失费用应当是多少。而且，财产保险公司在估计损失时的失准早已是声名狼藉。

这是否意味着仅仅因为这些重要的成本项目不能绝对精确地量化，就应当将其忽略呢？当然不行。相反，应当由诚实且富有经验的人来估计并记录这些成本。如果你们正确地对待它，那还会有其他什么重大但难以精确计算的成本——也就是不同于股票期权的成本——会让会计专业人员说应当在计算收益的时候忽略呢？

而且，期权并非那样难以估价。无可否认，给予主管人员的股票期权在各个方面受到的限制增加了估价难度。这些限制影响估价，但是，它们不会排除估价。实际上，既然我有心出价，我会给任何被授予有限制的股票期权的主管人员一个报价，尽管它有可能较现值不利：在发行日，伯克希尔会为他或她在期权上实现任何未来收益的权利付上一大笔钱。因此，如果你们发现一位CEO说他新发行的期权价值极小或者毫无价值，那么就告诉他试试向我们询价。说实在的，相比为我们的喷气式公务机确定一个合适的折旧率，我们对为任何一种期权确定一个合适价格的能力有信心得多。

会计专业人员和SEC在期权会计问题上长期被企业主管人员挤着走，他们应当为此感到羞愧。此外，主管人员参与的游说可能产生一种不幸的副产品：我认为，企业精英在对自己有重大意义的问题上鼓吹不可信的东西时，在对社会有重大意义的问题上——对此精英可能有许多有价值的东西可说——却冒着失去信誉的风险。

•••••••••• • • • ••••••••••

我们对于通用再保险公司的收购，使会计程序中一个异乎寻常的缺陷非常突出。目光敏锐的股东在阅读我们的委托书时，很可能注意到了其中一个不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻常的项目。在收入预测表中——详细描述了两个实体1997年的联合收益如何受到兼并的影响——有一个项目说报酬费用会增加6 300万美元。

我们赶紧增加的这个项目并没有发出信号说，查理或我已经经历了重要的人格变化。（他仍然乘长途客车旅行，并引用本·富兰克林的话。）它也不表明通用再保险公司的会计行为有任何短处，这种会计严格按照GAAP。相反，预测报表调整的出现是因为我们用现金计划替换了通用再保险公司长期存在的股票期权计划，这个计划将通用再保险公司管理层的激励报酬与他们的营运业绩联系在一起。从前，对这些经理们来说，重要的是通用再保险公司的股价；现在他们的工资将来自他们递交的公司业绩。

这项新计划以及被终止的股票期权安排有相匹配的经济效果，这意味着它们给雇员的报酬对于一个给定的业绩水平来说应当是相同的。但是，这些人先前本可以从新授予的期权预测的盈利现在用现金支付。（过去几年授予的期权仍然在外流通。）

尽管这两种计划是一种经济冲击，但我们提出的现金计划将会产生一种截然不同的会计结果。这种梦幻般的结果出现是因为，现存的会计原则在计算收益时忽略了股票期权的成本，尽管在许多股份公司中，股票期权是一项巨大而且不断增长的费用。结果，会计原则给管理层提供了一种选择：以一种形式给雇员支付报酬并计算成本，或者以另一种形式给他们支付报酬并忽略成本。因此使用期权的小奇迹迅速增加。然而，这种不平衡的选择对于所有者来说是很不利的：尽管期权——如果得到合理的构建——能够是一种正确甚至理想的酬报并激励高层经理的方法，但它们在分配奖赏时却经常反复无常，作为激励因素也效率低下，而且对于股东来说非常昂贵。

不论期权的优点是什么，它们的会计处理都是让人不能容忍的。考虑一下我们在今年要在GEICO花的1.9亿美元广告费。假定我们不是为广告付现金，我们在十年中向媒体以市价支付伯克希尔的股票期权，那么会有人在乎说，伯克希尔没有承担广告的成本，或者不应当在其账面上扣除这笔成本。

也许贝克莱大主教（Bishop Berkeley）——你可能会记得他在周围没人时沉思在森林中倒下的大树——会相信会计没有看到的花费就不存在。然而，查理和我对于用哲学眼光看待未记录的成本感到担忧。当我们考虑投资于发行股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票期权的公司时，我们会对报告盈利适当地向下调整，只是减去的数量等于这家公司因公众抛售同样数量和结构的期权本会实现的数量。相似地，如果我们考虑收购，我们会把置换任何股票期权计划的估计成本考虑在内。因此，如果我们做一笔交易，我们会马上把隐藏的这种成本去除。

不同意我关于股票期权观点的读者，此时可能在心里抱怨我把发行给雇员的期权成本等同于那个理论上可以公开买卖的期权成本。为了说明这些论点之一，雇员的期权有时会被没收——这减少了对股东的损害——而公开发行的期权不会，这是事实。当雇员行权时，公司会得到减税；而公开交易的期权没有这种好处，这也是事实。对这些观点有一种补偿：发行给雇员的期权常常被再次定价，这种改变使它们比公开交易的期权贵得多。

市场有争论说，给雇员的不可转让期权，相比可以自由卖出的公开交易的期权，价值要低。然而，这个事实并没有减少不可转让期权的成本：给雇员配一辆只能用于某些目的的车，对于雇员来说降低了车的价值，但对于雇主来说至少没有降低它的成本。

最近几年，查理和我为期权做出的盈利调整经常把报告盈利数字削减了5%，而10%也很正常。有时，向下的调整太大，因此它影响了我们的投资组合决策，这使我们或是卖出或是放弃购买，而要不是因为向下调整我们就会这么做。

在几年前我们曾问过三个问题，至今我们还没有得到答案：“如果期权不是一种报酬的形式，那么它们是什么？如果报酬不是一种费用，那么它是什么？以及，如果费用不应当计入盈利的计算中，那么在这个世界上它们应当去哪？”

7.3 “重组”费用⊖

管理层在股票期权案件中扮演的角色几乎没有仁慈的：最近几年令CEO们和审计师苦恼的数字严重地阻止了FASB用事实代替期权这种虚构事物的努力，而且实际上没有人大胆地声援FASB，其对手甚至在战斗中争取到了美国国会的支持，宣传被夸大的数字符合美国的利益。

⊖ 1998年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管如此，我依然相信管理层的行为在涉及重组和兼并会计时更加坏。此时，许多管理人员有目的地操纵数字，欺骗投资者。因此，正如迈克尔·金斯利（Michael Kinsley）㊀对华盛顿说的那样："丑闻并不在于干非法的勾当，而是在于干合法的勾当。"

在会计中区分良莠曾经相对简单：例如，在20世纪60年代末，曾经上演过江湖骗子称之为"大胆的、有想像力的会计"的行为（偶然使他受到华尔街一段时间爱戴的行为，因为他从不让人失望）。那个时期的大多数投资者知道谁在玩游戏。因此，为了他们的信用，实际上所有美国最受尊敬的公司当时都避免欺骗行为。

在最近几年，正直已经受到了腐蚀。许多大公司仍然做事坦诚，但有相当数量而且不断增加的高级经理们已经形成了这种观念，也就是操纵盈利去满足他们相信是华尔街愿望的东西是可行的。实际上，许多CEO认为，这种操纵不仅可行，而且实际上是他们的职责。

这些经理以实在太普通的假设开始，也就是他们每时每刻的工作就是尽可能促成最高的股价（一种我们坚决不同意的前提）。为了推高股价，他们令人钦佩地为优秀的营运奋斗。但是当营运不能产生期望的结果时，这些CEO们作为求助于不值得赞美的会计谋略。这些谋略或者是制造所希望的"盈利"，或者为将来产生这些盈利创造条件。

为使这种行为合理化，这些经理们常常说，如果股东用来做交易的货币，即股票，没有得到充分定价，那么股东就会受损，而且他们还争论说，在使用会计诡计获得他们要的数字时，他们只做其他每一个人做的事。一旦这种人人都这么干的态度被接受，道德的疑虑就会消失。就叫这种行为是格雷欣（Gresham）㊁之子：劣会计驱逐良会计。

这种失真的灾难是"重组费用"，一种当然能合法的会计条目，但经常是操纵盈利的工具。在这种小把戏中，应当合理分摊到几年中的一大块成本，被倾泻到了一个季度中，这个季度通常已经注定要让投资者失望。在某些情况下，

㊀ MSN《旧账杂志》（*Slate Magazine*）的编辑。——译者注

㊁ 格雷欣·托马斯（Gresham Thomas）。1519—1579英国金融家。英国皇家证券交易所的创建人，以其格雷欣法则而闻名。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种费用的目的是整理过去错误的盈利陈述，而在另一些情况下它是要给未来的错误陈述做准备。在任何一种情况下，这些费用的大小和提取时机都受到了玩世不恭的主张的控制，也就是如果在给定的季度每股盈利减少5美元，华尔街是不会在乎的，只要这种亏空量保证将来每股的季度盈利会稳定地超出预期5美分。

这种把所有的东西倾泻到一个季度中的行为，使人联想到一种相应的“大胆的、有想像力的”手法——应用到高尔夫球分上。在第一轮赛季中，高尔夫球手应当不在乎他的真实表现，而是仅仅用恶劣的数字填满他的记分卡——2倍、3倍、4倍的柏忌——然后取得，比方说，140分的成绩。建立了这种“留存”之后，他就应当去高尔夫球店，并告诉他的职业运动员希望“重组”他不完美的挥杆。下一步，当他把新挥杆带入赛程时，他应当数自己的好洞，而不是坏洞。这些来自他老挥杆的残留，反而应当从他先前建立的“留存”中扣减。那么，在5轮结束时，他的记录将是140，80，80，80，80，而不是91，94，89，94，92。在华尔街，他们不会在乎140——这毕竟来自“停止的”挥杆——而会把我们的英雄分类成一名80杆的射手（而且永不让人失望的射手）。

对于那些宁愿预先欺骗的人，有这种策略的一个变体。这个高尔夫球手，单独与合作的球童—审计师一起玩时，应当递延记录坏洞，记录4个80杆，接受他为这种运动员气质和连贯性获得的喝彩，然后取得记载了140杆的第5张记分卡。在用这种“巨额冲销”调整了他早先的计分罪恶之后，他会咕哝几句道歉，但会避免回到先前在俱乐部会所里他从比较记分卡中收集的总数。（这个球童，如果我们需要加上，将会获得一个忠诚的赞助人。）

不幸的是，在现实中使用这些记分法变种的CEO们，往往变得沉溺于他们正在玩的游戏中，毕竟，用记分卡伪造成绩比花时间练习发球容易，而且永不鼓起决心放弃游戏。他们的行为使人想起伏尔泰（Voltaire）⊖对性别检验的解释：“查一次是哲学家，查两次是性变态。”

在收购领域，重组已经上升到了一种艺术形式：管理层现在频繁使用兼并，不诚实地重新整理资产和负债的价值，作用的方法将允许他们既可以平滑又可

⊖ 法国启蒙思想家、作家兼哲学家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以增加未来的盈利。实际上，在交易时，大审计公司有时指出小（或者大量）会计魔术的可能性。从布道坛获得这种推进，一流的人会频繁屈从于三流的战术。CEO们理解很难拒绝审计师保佑的、可以增加未来盈利的战略。

来自财产保险行业的一个例子将说明这种可能性。当一家p-c公司被收购时，买家有时会同步增加损失准备金，常常量很大。这种增加或许只反映了先前准备金的不足——尽管这很离奇，有多少次这种精算师的"革命"与签订交易同时发生。在任何情况下，这个步骤建立起了"盈利"在后来某日流进收入的可能性，因为准备金得到了释放。

伯克希尔已经完全清除了这些行为：如果我们要让你失望，我们宁愿以盈利而不是会计方法。在我们所有的收购中，我们留下的损失准备金完全与我们发现的一样。毕竟，我们一直与熟悉业务、诚实报告财务状况的保险经理们联姻。当交易发生时，如果负债受到迅速而且相当大地提高，那么简单的逻辑说明那些优点中至少有一项必定一直缺乏——或者换言之，收购者正在铺设未来注入"盈利"的基础。

这里有一个真实的故事，说明了在美国股份公司中一个实在太普通的观点。两家大银行的CEO，其中一个是已经进行过许多收购的人，不久以前牵涉到了一次友好的兼并商讨中（最终商讨没有导致交易）。老练的收购者正在详细阐述可能发生的联合的种种优点，只不过被另一位CEO怀疑地打断了："但那不意味着一笔巨大的费用吗？"他问道，"也许多达10亿美元？"那位"老道的人"没有多说废话："我们会让费用比那更大——这就是我们做交易的原因。"

巴尔的摩的R. G. 合伙公司（R.G. Associates）对于1998年间所提取的特殊费用或者宣布提取的特殊费用——也就是重组、进行中的R&D、与兼并有关的条目，以及减记的费用——所做的初步记录确定了1 369项，共计721亿美元。这是一个令人惊愕的数字，因为这个视角证明：《财富》500强公司1997年的盈利总和是3 240亿美元。

显然，今天许多管理人员对准确报告所持有的无礼态度，是一种公司耻辱。而审计师，正如我们已经说过的那样，在积极的一面无所作为。尽管审计师应当把投资大众当做他们的客户，但他们往往向选择他们并施舍给他们工资的经理们磕头。（吃谁的面包，唱谁的歌。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而一条大新闻是，在阿瑟·莱维特主席领导下的SEC看来决心要使美国的股份公司清除这种陋习。9月在一次里程碑式的演讲中，莱维特召唤“盈利管理”的结束。他正确地观察到，“太多的股份公司管理者、审计师和分析师正在参与一场点头和使眼色的游戏。”然后他提出一项真正的控诉：“管理或许正在向操纵让步；正直或许正在向假象投降。”

我力劝你读读主席的讲话（你能在因特网站www.sec.gov中找到它），并支持他使美国股份公司向投资者讲述直白故事的努力。莱维特的工作将是飓风，很难想象对于他来说还有更重要的事做。

7.4 分部的数据与会计合并[⊖]

1988年，根据GAAP做出的一项重大变革，我们在资产负债表和收益表中完全合并了我们所有的子公司。过去，共同储贷公司（Mutual Saving and Loan）以及思考特·费泽财务公司（一家主要为世界百科全书公司和Kirby公司的产品提供分期付款销售贷款的财务公司）都在“单一的”基础上加以合并。这意味着我们，（1）把我们在它们合并净资产中的权益在伯克希尔的合并资产负债表中作为单项资产表示，以及（2）把我们在它们合并年利润中的权益在我们的合并收益表中作为单项收益表示。现在，这项规则要求我们在资产负债表中合并这些公司的每一项资产与负债，而且将它们的每一项收入和开支都包括在我们的收益表中。

这项变革强调公司还需要报告分部的数据：在传统的财务报表中，需要汇总在一起的业务部门的经济多样性越大，这些披露的用途就越小，而且能够回答前面提出的三个问题的能干的投资者就越少。实际上，我们在伯克希尔永远准备合并数值的唯一原因是为了达到外部的要求。另一方面，查理和我一直在研究我们的分部数据。

既然已经要求我们在GAAP报表中捆绑更多的数字，我们已经决定出版我们认为可以帮助你衡量企业价值和管理表现的补充信息。（无论你检验什么样的会计报告，伯克希尔向债权人履行其义务的能力——我们列出的第三个问

⊖ 1988年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题——应当有目共睹。）在这些补充披露中，我们不必遵循GAAP程序乃至法人结构，相反，我们将试图用有助于分析但又不会使你们陷入细节的泥潭中的方式，汇总重要的企业活动。我们的目标是以如果角色变换时我们希望获得的信息的形式，给你们重要的信息。

7.5 递延税⊖

前面我曾经提到过1990年GAAP会出现一项重大的变革，这一变革与递延税额（Defferred Tax）的计算有关，它不仅复杂而且颇具争议——以至于原计划在1989年强制实施的变革推迟了一年。

在实施过程中，新规则将会从各方面对我们产生影响。最重要的是，规则要求我们改变对保险公司持有股票的未实现收益的递延应纳税额的计算方法。

顷刻间，我们的负债大大增加。对于可追溯至1986年甚至更早年份的未实现收益——12亿美元，我们已经按28%的税率将应纳税额（Tax Liability）入账。对于那以后的未实现收益——6亿美元，应纳税额以34%的税率入账。这个差别反映了1987年开始生效的税率的增长。

然而，现在看来新的会计制度要求我们在1990年按34%的税率建立整个负债，这减少了我们的收益。假定到1990年税率没有变化，那一年这种措施会减少我们的收益（以及我们由此报告的净资产）达7 100万美元。建议中的规则还影响了我们的资产负债表中的其他项目，但是这些变革对我们的收益和净资产只有很小的冲击。

在计算递延税额时，我们对这种变革的要求还没有成熟的见解。但是，我们应当指出，无论是按28%的税率还是34%的税率计算出的应纳税额都没有精确描绘出伯克希尔的经济现实，因为我们没有计划出售账面上已经获利颇丰的股票。

………… • • • …………

很可能会采用的一项会计新规则将要求公司按当前的税率——无论税率如

⊖ 短线分隔成的各部分：1988年，1989年，1992年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何——从所有的盈利中提取准备金。在34%的税率下，这一规则会增加我们的递延应纳税额，并减少我们的资产净值约7 100万美元——结果在我们1987年之前的盈利中提取的准备金增加了6个百分点。由于建议中的规则已经引发了广泛的争议，而且它的最终形式还不清楚，所以到目前为止我们还没有做出这种变化。

如果我们要按年底的市价出售我们的所有证券，那么我们会欠下11亿美元以上的税。这11亿美元的负债，与年末后15天向购销债权人支付的11亿美元负债相等乃至相似吗？显然不是——尽管两个项目对经审计的资产净值的影响相同，它们都将其减少了11亿美元。

另一方面，因为对递延税负债的支付仅在我们在很大程度上没有抛售打算的股票出售的时候才触发，那么它是不是一种毫无意义的会计虚构？回答再一次是“不是”。

用经济学术语来说，这种负债就像来自美国财政部的，仅由我们挑选的免息贷款（当然，除非国会（Congress）提议在它们实现以前就征税）。该项“贷款”在其他方面也很独特：它只能用来投资个别已增值股票的所有权，而且规模上下波动——因市场价格变化而每天波动，以及因税率变化而周期性地波动。结果，这种递延应纳税额相当于一笔非常巨大的转让税，它仅在我们选择从一项资产转向另一种时才需缴纳。实际上，1989年我们出售了一些数量相对较少的股票，因此在2.24亿美元的盈利中产生了大约7 600万美元的“转让”税。

由于税法的工作方式，我们青睐的瑞普·凡·温克尔⊖式的投资风格——如果成功的话——相对于更加疯狂的投资方法有着极大的数学优势。我们应该强调，由于这些数学计算结果，我们没有采用倾向于长期投资的策略。实际上，通过更加频繁地从一项投资转向另一项投资，我们可能会获得更大的税后利润。许多年前，查理和我就是这样做的。

现在我们宁愿留在原地不动，尽管这意味着较低的回报。我们的理由很简单：我们已经发现辉煌的业务关系不仅少见而且令人愉快，因此我们要保持我

⊖ 小说中的瑞普·凡·温克尔并没有什么投资风格，只是曾沉睡过很长时间（几百年），巴菲特在投资活动中吸收了他的怠惰性质，以递延纳税。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们业已发展的关系。这个决定对我们来说尤其简单，因为我们认为这些关系将会产生良好的——尽管可能不是最优的——财务成果。考虑到这一点，我们认为放弃与那些我们认为有趣而且值得敬佩的人在一起的时间，而转向那些我们并不了解而且很可能资质一般的人，对我们来说没有什么意义。

•••••••••• • • • ••••••••••

一项与递延税额有关的会计新规则自1993年起生效。它在我们的账簿中撤销了我已经在以前的年报中讲述过的，以及与我们的投资组合中未实现资本增值的应计税款有关的二分法。在1992年底，资本增值总计达76亿美元。对其中的64亿美元，我们按目前34%的税率计税，对于剩下的12亿美元，我们按28%的税率计税，在那部分资本增值出现时实行这种税率。新的会计规则说从今以后我们必须按目前的税率——对我们来说还算合理——发生所有的递延税额。

新的开拔令意味着，在1993年的第一季度，我们将对所有未实现的资本增值应用34%的税率，从而增加我们的应纳税额并减少资产净值达7 000万美元。这个新规则还导致我们在递延税额的计算中做出其他微小的调整。

未来税率的变化将会迅速反映在递延税额负债，以及相应的资产净值中，这种冲击很可能十分巨大。然而，最终重要的是我们出售证券时的税率，届时，我们的未实现资本增值将变成已实现资本增值。

7.6 退休福利[⊖]

从1993年1月1日起开始执行的另一项重大会计变革要求企业为雇员的退休健康福利确认它们的负债现值。尽管GAAP以前已经要求确认在未来支付的养老基金，但它不合逻辑地忽略了那时公司将为健康福利负担的成本。新规则将强制许多公司在资产负债表上记录一笔巨大的负债（而且相应地减少资产净值），而且今后还要在它们计算年利润时确认更高的成本。

在进行收购时，查理和我已经趋于避开那些有巨大退休负债的公司。因此，

⊖ 1992年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔当前的负债以及退休健康福利的未来成本——尽管我们现在有成千上万名雇员——微不足道。然而，我要承认我们曾中过一发近失弹（Near-miss）[㊀]：1982年，我在表态要收购一家负担巨额退休健康义务的公司时曾犯下大错。但幸运的是，由于我们无法控制的原因，这笔交易失败了。我在1982年度的年报中报告这件事时曾说："如果我们要在报告中引入图表，说明在过去一年中令人欣喜的业务发展，那么解释这笔已经告吹的交易的两张白纸将是最合适的夹页。"即使如此，我也不希望事情恶化。另一个买家出现了，这家企业很快破产并关门歇业，成千上万的工人发现，那些医疗保健的慷慨允诺简直一文不值。

在最近几十年中，没有哪一个CEO梦想过带着这样的建议去董事会：他的公司要成为一家其他股份公司建立的无限退休健康福利的保险公司。CEO不必成为医疗专家，以了解不断延长的平均寿命以及快速上升的健康福利成本会保证保险公司从这样一种业务中遭受财务上的打击。尽管如此，许多经理愉快地让自己的公司致力于一种正好包含相同承诺的自身保险计划——并因此让他的股东遭受这种必然结果的厄运。在医疗保健方面，无限度的承诺已经创造了无限度的负债，这些负债在一些情况下膨胀得大到威胁美国主要工业的全球竞争力的程度。

我相信，这种不顾后果的行为的部分原因是，会计规则长久以来并没有要求在退休后医疗保健成本发生的时候入账，相反，规则允许现金收付制的会计方法，这大大少报了正在不断增长的负债。结果，管理人员以及他们的会计师对这些债务的态度是"看不见，想不到"。有讽刺意味的是，同样是这些经理中的一些人，会迅速批评国会在考虑社会保障及其他产生大量未来负债的计划时所采取的"现金收付制"的思维方式。

考虑会计问题的经理永远不应忘记亚布拉罕·林肯（Abraham Lincoln）[㊁]喜欢的一则谜语："如果称尾巴是腿的话，一只狗会有几条腿？"回答是："四条腿，因为称尾巴是腿并不能使尾巴成为腿。"即使审计师愿意证明尾巴是腿，经理们也应牢记亚布拉罕的正确答案。

㊀ 炸弹等虽未命中目标，但弹着点距目标很近，仍可造成一定的损失。——译者注

㊁ 1809—1865，美国第16位总统，1861~1865年在任。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.7 公司税负的分配[⊖]

1986年的税收改革法案（Tax Reform Act）对我们的各种企业产生了重大且背道而驰的影响。尽管我们发现法案中有许多地方值得称赞，而它们对伯克希尔的最终财务影响是负面的：相比在旧法案下，我们的企业价值增长率在新法案下很可能更加缓慢。法案对我们股东的最终价值的负面影响更大：企业价值增长的每1个美元——假设这种增长伴随着伯克希尔股票市场价值的同步增长，给我们股东产生的税后收益是72美分，而不是旧法案下的80美分。这个结果的确反映了个人资本利得的最高税率从20%增至28%。

下面是影响伯克希尔的主要赋税变化：

- 按日程，公司普通收益的税率将从1986年的46%降至1988年的34%。这个变化显然对我们有正面影响——而且它对我们三家主要被投资方中的两家有重要的正面影响，它们是大都会/ABC以及《华盛顿邮报》。

说这些时我知道，十多年来，关于谁在真正支付各种公司税——是企业还是它们的客户——已经有许多模糊的而且常常带有偏袒的解释。当然，这种争论通常转向增税，而不是减税。那些坚持要求提高公司税率的人通常认为，股份公司实际上没有缴纳任何向它们征收的税款，相反只是作为一种经济管道，把所有的税转嫁给消费者。根据这些说法，对股份公司来说，任何公司税率的提高将导致与之抵销的更高的价格。站在这个立场上，“管道”理论的支持者必定还能得出结论，对股份公司减税不会有助于提高公司利润，相反只会造成税收流失，因为对消费者来说减税相应地会导致更低的价格。

相反，其他人则认为股份公司不仅缴纳向它们征收的税款，而且还吸收了税款。这些学派说，消费者不会受到公司税率变化的影响。

究竟会发生什么？如果公司税率下降，伯克希尔、《华盛顿邮报》、大都会等等这些公司本身得益了吗，或者这些公司通过降价的形式让利给它们的消费者了吗？这对投资者和经理们来说，同政策制定者一样，是个重要的问题。

我们的结论是，在某些情况下，降低公司税的好处完全或者几乎是完全落到了公司及其股东的身上，而在另一些情况下，这种好处全部或者几乎是全部

⊖ 短线分隔成的部分：1986年，1998年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传递给了消费者。决定结果的是股份公司业务特许权的实力，以及从特许权中获得的利润是否受到监管。

例如，如果这种特许权很大，而且税后利润以一种相对精确的方式受到监管，就像对电力公司那样，那么公司税率的变化大部分将在价格，而不是在利润中反映出来。如果减税，价格通常会迅速降低；如果增税，价格就会上涨，尽管速度不快。

相似的结果也会出现在第二个竞技场中——在价格竞争的行业中，这些行业中的公司通常在非常微小的业务特许权下运作。在这种行业中，自由市场以滞后的、无规律的但通常成效显著的方式“监管着”税后利润。结果，在对付价格竞争的行业时，市场起到了大部分公用事业委员会（Public Utilities Commission）在对付电力公司时起到的相同作用。因此，在这些行业中，税率变化对价格的最终影响比利润大。

然而，至于那些被赐予强大特许权的不受监管的企业，就是另一个故事了：股份公司及其股东因此是减税的主要受益者。这些公司从减税中获益，在很大程度上就像电力公司从缺乏监管的强制降价中获益一样。

我们的许多企业——全部所有和部分所有的企业——具有这种特许权。结果，降低它们赋税的好处大部分都进入了我们的口袋而不是消费者的口袋。虽然说这些可能是失策的，但否认是不可能的。如果你总想相信别的东西，那么稍许想一想你们这个地区最能干的脑外科医生或律师。既然最高的个人所得税率正在从50%降至28%，你真的指望这些专家（在他或她的专长中的本地“特许权所有人”）会降低收费吗？

更低的税率会使我们的几家营运企业及被投资者受益，但是你们对我们的结论的喜悦应当被我们确信的另一件事剧烈调整：列入日程的1988年的税率——个人的和公司的——在我们看来完全不切实际。这些税率很可能给华盛顿造成财政问题，这个问题将证明与价格稳定不兼容。因此，我们相信，最终——比方说，在5年之内——要么是更高的税率，要么是更高的通货膨胀率几乎肯定出现。所以，见到哪一种情况我们都不会吃惊。

- 公司资本收益税率已经从28%增至1987年开始生效的34%。这个变化会对伯克希尔产生重大的负面影响，因为我们希望将来我们在企业价值中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的大部分增益，就像过去那样，由资本收益产生。例如，我们的三项主要投资——大都会、GEICO以及《华盛顿邮报》——在年底曾有超过17亿美元的市场价值，接近于伯克希尔资产总值的75%，然而它仅给我们带来大约900万美元的年收益。但是，所有三家公司留存了绝大部分收益，我们希望这些留存收益给我们带来资本收益。

新法案提高了所有在将来实现的资本收益的税率，包括在法案颁布前存在的未实现收益。在年末，我们的股权投资中有12亿美元的这种未实现收益。新法律对我们资产负债表的影响会滞后，因为一条GAAP规则规定，适用于未实现收益的递延应纳税额应当以上一年度的28%的税率而不是目前34%的税率表示。这项规则有望很快改变。在它有效的时候，大约有7 300万美元会从我们的GAAP资产净值中消失，然后加到递延税额账户中。

- 我们的各个保险公司收到的股利和利息收入在新法案下课税更重。第一，所有股份公司从其他国内的股份公司收到的股利的20%需纳税，而旧法案的是15%。第二，对于剩下的80%有一项专门适用于财产/灾害保险公司的变革：如果支付股利的股票是在1986年8月7日以后买入的，那么剩余部分的15%需纳税。第三个变革——又是仅适用于财产/灾害保险公司——涉及免税债券：这些保险公司在1986年8月7日以后买入的债券的利息仅有85%的部分免税。

最后两项变革非常重要。它们意味着，我们从未来几年的投资中获得的收入，将会大大少于在旧法案下我们本可以获得的收入。我最乐观的推测是，单单这些变革将最终把我们保险公司的盈利能力在我们以前的期望上至少降低10%。

- 新的税收法案还实质性地改变了财产/灾害保险公司的纳税时机。一条新规定要求我们在我们的税单（Tax Return）中折现我们的损失准备金（Loss Reserve），这项变化将减少各种减项（Deduction），并提高应税收益（Taxable Income）。另一项在6年中分阶段实施的规定要求我们将预收保险费准备金（Unearned Premium Reserve）的20%包含在应税收入中。

没有哪一条规则会改变我们给你们的财务报告中每年的应计税款，但是每一条都显著加快了纳税的进度，也就是从前递延的税额现在被向前挪了，这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变革会大大降低我们企业的盈利能力。用一个类比可以说明这种税赋：如果要求你一过21岁就立刻为你在整个一生中要得到的全部收入纳税，那么你一生的财富以及你的不动产相比你在死时缴纳的所有这些税款将是一个区区小数。

细心的读者可能会发现我们所说的话中有一个矛盾。先前，在讨论处于价格竞争行业的公司时，我们认为增税或减税对这些公司的影响很少，相反会大部分传递给它们的客户。但现在，我们又在说增税会影响伯克希尔的财产/灾害保险公司的利润，尽管它们在一个价格竞争激烈的行业中营运。

就我们的一般规则来说，这个行业可能是个例外的原因是，并非所有的大保险公司都使用完全一样的纳税方程式。由于几个原因会存在重要的差别：一项新的可选的最小税种会大大影响一些公司，但不会影响另一些公司；某些大保险公司有巨大的，至少可以在几年中保护它们的大部分收益免交巨额税金的损失移后扣减（Carry-forward）⊖；以及一些大保险公司的收益将与非保险企业一同计入公司合并收益中。这些完全不同的条件将在财产/灾害保险行业中导致大范围变化的边际税率，但是，这不会是大多数其他价格竞争行业的境况，如铝业、汽车业或百货行业，在这些行业中，大玩家通常以相似的纳税方程式竞争。

对财产/灾害保险公司没有一种公用的税额计算法意味着，落到这个行业上的增加的税额很可能不会像它们在典型的价格竞争行业中那样，传递到消费者身上。换言之，保险公司本身将承受许多新税负担。

• 对这些负担的部分抵销是一种于1987年1月1日出现的“新开始（Fresh Start）”调整，那时，我们1986年12月31日的损失准备金数值因纳税目的转换到了新要求的折现过的基础之上。（但是，在我们给你们的报告中，准备金仍旧完全按照以前的基础——未折现，除了在像结构化清算这样的特殊情况下之外。）“新开始”的最终影响是给了我们一种双重减项：我们将在1987年和未来年度中获得应税收益额减免，比例是我们的已经作为成本在1986年和更早的年度中完全扣减的，已经发生但未赔付的保险损失。

⊖ 一个既定年度的营业净损失金额，如不能从以前年度的净收益中扣减时，则可以在以后年度的净收益中扣减。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因这种变革导致的资产净值增加还没有反映在我们的财务报表中。相反，在目前的GAAP规则（可能会改变）下，这种效益将流入收益表，并因此在今后几年中通过税费减少进入资产净值中。我们希望从新开始调整中获得的收益在3 000万至4 000万美元之间。但是必须注意，这是一次性效益，而其他与保险有关的税收变革的负面冲击不仅正在发生，而且在各个重要方面将随时间的推移变得更加剧烈。

- 新税法废除了通用电力公司式的教条（General Utilities Doctrine）。[⊖]这意味着，在1987年及以后，对公司破产清算的税收会翻番，税的一半在公司级，另一半在股东级。过去，公司级的税可以避免，例如，如果伯克希尔要破产清算——根本不可能，那么在新法案下，股东从出售我们的财产中获得的现金，将远少于他们在过去从这些资产出售中获得的现金——假定每次出售的价格完全相同。尽管这种结局在我们的情形中仅是理论上的，但是，法律上的这种变革将大大影响许多公司。因此，它也影响我们对未来各种投资的评估，例如，对待希望为偿债而出售的生产石油和天然气的企业，挑选出来的媒体公司，房地产公司等等。它们的股东可以实现的价值很可能大幅减少，这仅仅是因为通用电力公司式的教条已经废除——尽管公司的营运经济状况根本不会逆转。我的印象是，这种法律上的重大变革还没有被投资者或经理完全领会。

••••••••••• ● ● ● •••••••••••

伯克希尔的纳税条件时常受到误解。首先，资本利得对我们没有特别的吸引力：一家股份公司为应税收入支付35%的税率，无论它来自资本利得还是普通的营运。这意味着，伯克希尔在长期资本利得上的税，比个人在相同利得上支付的税整整高75%。

某些人抱有另外一个错误概念，相信我们可以把收到的全部红利的70%不予计列在应税收入中。实际上，这个70%的比率适用于大部分股份公司，而且当我们在非保险类子公司中持有股票时，它也适用于伯克希尔。然而，几乎我

⊖ 在通用电力公司的破产清算中没有双重征税。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的全部股权投资都被我们的保险公司持有，因而在那这种情况下不予计列率为59.5%。这仍然意味着，每一个美元的红利对于我们来说比一个美元的普通收入有价值的多，但还未到通常假设的那种程度。

7.8 税制与投资哲学[㊀]

伯克希尔是联邦所得税的大付款人。总计，我们将在1993年缴纳3.9亿美元的联邦所得税，其中大约2亿美元归因于营业利润，而另外的1.9亿美元归因于已实现的资本收益。[㊁]此外，由我们的被投资方缴纳的1993年度联邦所得税和境外所得税远远超过4亿美元，你们不会在我们的财务报表中看到这个数字，但它无疑是存在的。无论是直接地还是间接地，伯克希尔缴纳的1993年度的联邦所得税大约将占前一年所有美国股份公司缴纳的总和的0.5%。[㊂]

说到我们自己的股份，查理和我对这些税收绝对毫无怨言。我们知道我们在一个基于市场的经济中工作，相比其他对社会做出相同甚至更大贡献的人的工作，市场对我们的工作做出的报偿慷慨得多。税制应该，也确实补偿了这种不平等，即使如此，我们仍享受了特别优厚的待遇。

如果，伯克希尔是合伙制或"S"股份公司[㊃]——两种为企业活动经常采用的结构，那么伯克希尔及其股东合起来就可以缴纳少得多的税。由于种种原因，伯克希尔这样做不可行。但是，伯克希尔的公司形式带来的不利影响已经通过我们的长期投资策略得到了缓和——尽管还远未消除。即使查理和我经营

㊀ 短线分隔成的部分：1993年，2000年。

㊁ 1996年，这个数字是8.6亿美元；1998年，是27亿美元。

㊂ 1998年的信包含下文：

我们不断膨胀的规模的受益人一直是美国财政部。伯克希尔和通用再保险公司已经支付，或者很快将要支付的联邦所得税，就1998年的盈利来说合计是27亿美元。这意味着我们负担了超过半天的美国政府的全部开支。

进一步按这种思路考虑：如果其他625位美国纳税人像我们和通用再保险去年那样给美国财政部纳税，那么没有别人——无论是股份公司还是2.7亿公民——再需要交纳联邦所得税或者其他任何种类的联邦税（例如，社会保障税或房地产遗产税）了。我们的股东真的可以说他们"坐在办公室里做贡献"。

㊃ "S"股份公司源自IRC中的细则S。小公司的所有者可以选择以"S"股份公司的身份纳税，此时，股份公司有法人组织形式，但按合伙公司的身份纳税。合伙公司仅纳一次税——仅在将收益派发给合伙人时，而不是在公司收到利润时。股份公司需纳二次税——在公司收到利润时纳一次税，然后在将收益派发给股东时再纳一次税。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家免税的机构，我们也会采取买入并持有的策略，我们认为这是最稳健的投资方式，还能平和我们的个性。然而，青睐这种策略的第三个原因是，我们只有在资本利得实现的时候才需纳税。

从我喜爱的连环漫画《李尔·阿伯纳》(*Li'l Abner*)⊖中，我有机会在年轻的时候看到递延纳税的好处，尽管当时我错过了这堂课。为了使读者感觉高人一等，李尔·阿伯纳在狗斑（Dogpatch）地区过着欢乐但鲁钝的邋遢日子。某一天，他迷恋上纽约的一位妖妇，艾普丝伊娜塔·范·克莱麦克斯（Appassionatta Van Climax），但对娶她丧失信心，因为他只有块一美元的银币，而她则对百万富翁情有独钟。遭到拒绝后，他到老摩西（Old Man Mose）——狗斑地区的百科全书——那里寻求答案。这位圣人说：把你的钱翻20倍，艾普丝伊娜塔就是你的了（1，2，4，8，……，1 048 576）。

我对这部连环漫画的最后印象是，阿伯纳进了一家小客栈，把他的银币投到一部老虎机里，然后撞上大运，赢的钱溅得满地都是。阿伯纳严格遵从摩西的建议，捡起两美元，然后离开小客栈，去寻找下一个翻倍的机会。那以后，我把阿伯纳扔到了垃圾堆里，开始拜读本·格雷厄姆的著作。

称摩西是位大师，显然言过其实：除了未能预见阿伯纳对指令的盲从之外，他还忘了纳税。如果阿伯纳须缴纳，比方说伯克希尔缴纳的35%的联邦所得税，而且如果他每年都使资金翻番，那么20年后他只能攒下22 370美元。实际上，如果他同时保持每年让资金翻番，并缴纳35%的税，那么他本来再需7.5年就可得到赢得艾普丝伊娜塔芳心的100万美元。

但是，如果阿伯纳反过来把他的钱放到一项投资中，然后一路持有，直至资金同样翻27.5倍，那会怎么样？在那种情况下，他可以实现约2亿美元的税前利润，或者在最后一年缴纳7 000万美元的税款后，实现大约1.3亿美元的税后利润，艾普丝伊娜塔可以为此爬到狗斑去。当然，当又一个27.5年过后，艾普丝伊娜塔会如何看待另一个坐在1.3亿美元之上的家伙，就是另一个问题了。

⊖ 美国漫画家阿尔佛雷德·杰拉尔德·凯普林（Alfred Gerald Caplin，1909—1979）的代表作。《李尔·阿伯纳》最早于1934年出现在《纽约镜报》(*The New York Mirror*)上。这部幽默作品以虚构的未开发的狗斑社区为背景，塑造了一个腼腆、笨拙的乡巴佬李尔·阿伯纳；一位阿伯纳追求了17年才成功的老处女黛茜·梅（Daisy Mae）；以及其他各式各样的社会人物。《李尔·阿伯纳》在凯普林1977年退休时结束。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个小故事告诉我们的是，相比按给定复利增长的连续投资，纳税的投资者可以从每年按相同复利增长的一项投资中实现多得多的利润。但我怀疑许多伯克希尔的股东在很久以前就已经计算出了这个数字。

………… ● ● ● …………

获得一家公司的100%，而不是一小部分，在伯克希尔的这种偏好背后有着强烈财务动机，而且它与税收有关。对我们来说，税则使伯克希尔拥有一家公司80%或更多的股份，相比按比例地拥有较少的股份，更加有利可图。当我们全资拥有的一家公司赚了100万美元的税后利润时，全部金额都是我们的利益。如果这100万美元上交给伯克希尔，我们无须为这笔红利纳税。而如果这笔收益得到了留存，并且我们要为比买入价多出的100万美元出售这家子公司——在伯克希尔这不可能，那么我们也不欠资本利得税。这是因为，我们在出售上的“税赋成本”会包括我们买这家公司的成本以及该公司之后留存的全部收益。

与这种情形相对照的是我们在一种可流通证券中拥有的投资。那时，如果我们在一家赚了税后1 000万美元利润的公司中拥有10%的股份，那么我们在这笔利润中的100万美元就会受到州税和联邦税的影响：（1）如果这100万美元派发给我们，就要纳税约140 000美元（大多数红利税率是14%）；或者（2）如果这100万美元被公司留存，而随后又被我们以资本利得税的形式获得，就要纳税350 000美元（我们的资本利得税率通常是35%，尽管有时会达到40%）。不立刻实现这种资本利得，我们可以递延支付这350 000美元，但最终我们必须纳这笔税。结果，当我们通过股票投资部分拥有一家公司时，美国政府当了2次我们的“合伙人”，而当我们至少拥有80%时，它只当了1次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结 束 语[⊖]

我们将继续保持我们的大多数股票，无论相对企业内在价值而言它们是如何定价的。这种至死不渝的态度，与这些股票要求的全价一起，意味着不能指望它们将来像过去那样快速推高伯克希尔的价值。换言之，到目前为止我们的业绩受益于一种双重汲出：（1）我们投资组合中的公司实现的内在价值大幅增长；（2）在市场适当“修正”这些公司的价格时我们实现的额外奖金，这些修正提高了它们相对那些表现平平的企业的估价。我们对投资组合中的公司实现企业价值的增长充满信心，我们将继续受益于此。但是，我们的“市场价格赶上公司价值（Catch-up）”的奖赏已经实现，这意味着将来我们不得不将就于单重汲出。

我们还面对另一种障碍：在一个有限的世界里，高增长率必定自我毁灭。如果这种增长的基数小，那么在一段时间内这条定律不一定奏效。但如果基数膨胀，那么聚会就将结束：高增长率最终会压扁它自己的支撑点。

卡尔·塞根（Carl Sagan）[⊜]生动地形容了这一现象，他说的是细菌繁殖，假设细菌每15分钟分裂一次繁殖后代。塞根说：“这意味着每小时翻四番，每

⊖ 短线分隔成的各部分：1989年，1994年，1996年的所有者手册，每年更新。
⊜ 1934—1996。美国天文学家，致力于传播科学，使之更接近大众。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



天翻96番。尽管一颗细菌的体重仅有大约1克的一万亿分之一，但经过一天疯狂的无性繁殖后，它们的后裔将像一座大山那样重……两天之内，它们就会比太阳还重——要不了多久，宇宙中的万物都将由细菌构成。”不必杞人忧天，塞根说，总有某种障碍会阻止这种指数式的增长。“这种障碍可能是从食物中飞出的小虫，或是它们之间相互毒杀，或是它们羞于在大庭广众之下繁殖。”

即便在艰难的日子里，查理（伯克希尔的副董事长兼我的合伙人）和我也不会认为伯克希尔是颗细菌。让我们无尽悲伤的是，我们还没有发现一种让它的净值每15分钟翻一倍的方法。而且，我们对在大庭广众之下繁殖——金融上的繁殖——并非一点儿也不害羞。尽管如此，塞根的观察仍然适用。

………… ● ● ● …………

一只鼓鼓囊囊的钱包是超人投资成果的大敌。相比查理和我开始掌管时的2 200万美元，伯克希尔现在的资产净值已达119亿美元。尽管仍然有许多优秀的公司，但是收购与伯克希尔的资产相比微不足道的公司对我们来说毫无意义。现在只有当我们相信伯克希尔可以运用至少1亿美元时，才考虑买进一种证券。有了这种最低限额，伯克希尔的投资空间已经大大缩小了。

尽管如此，我们仍然坚持使我们发展到今天的方法，而且尽量不放松我们的标准。泰德·威廉斯（Ted Williams）[⊖]在《我的生活故事》（*The Story of My Life*）中解释了原因：“我的观点是，要成为一名优秀的击球手，你必须有好球去击。这是书中的第一条规则。如果我不得不抓住我的幸运区（Happy Zone）[⊜]以外的东西，那么我不会是一个击球率是0.344的击球手，我只可能是一个击球率0.250的击球手。”查理和我赞同这种观点，而且将尽量等待正好落入我们的“幸运区”的机会。

我们将继续对政治预言和经济预言置之不理，这些东西对许多投资者和商人来说是代价高昂的消遣。30年前，谁也没有预测到越南战争的大面积扩

⊖ 1918—，美国棒球运动员、总教练，被认为是最伟大的击球手和外场手。——译者注

⊜ 最佳的击球手对他们要击打的球非常挑剔，他们只击打那些落入好球区（Strike Zone）的球，或是击打那些他们很可能击中的，落入幸运区的球。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

散、工资与物价控制、两次石油危机、总统辞职、苏联解体、道指在一天内大跌508点，或是短期政府债券（Treasury Bill）的收益率在2.8%~17.4%之间波动。

但令人惊奇的是，这些巨型炸弹并未对本·格雷厄姆的投资原则产生丝毫不利的影响，它们也没有使以明智的价格协议收购优秀的企业成为谬误。那么，请想像一下，如果我们让对未知事物的恐惧递延或改变资本的运用，那我们的代价将是什么。事实上，我们通常在人们对某种宏观事物的忧虑达到顶峰时进行了最成功的收购。恐惧是追求时尚者的敌人，但却是原教旨主义者的朋友。

在下一个30年中，肯定会出现一批不同的主流股票。我们既不会试图预测这些股票，也不会想从中获利。如果我们能识别与我们过去收购的那些企业相类似的企业，那么，外部的突袭几乎不会对我们的长期业绩产生影响。

我们能向你们允诺的是——与更现实的收益一起——在你们就任伯克希尔的所有者期间，你们会像查理和我一样过活。你们受罪，我们也受罪；我们发达，你们也发达。而且，我们不会引入使我们只赚不赔的酬报方法来破坏这种信用。

我们进一步地向你们承诺，我们的个人财产将牢牢地集中在伯克希尔的股票上：我们不会要求你们与我们一起投资，然后又把我们自己的钱放到别的地方。此外，伯克希尔既是我们大多数家族成员的投资组合，也是我们许许多多朋友们的投资组合，这些人在60年代曾是查理和我的合伙人。我们不可能有更好的动机尽我们所能。

我们通过一群从外表平平的企业中获取超额利润的出色营运经理们的努力，实现我们的收益。凯西·斯坦戈尔（Casey Stengel）㊀曾把管理一只棒球队说成是："靠别的家伙打出的本垒打赚钱。"这也是我在伯克希尔的公式。

拥有一颗希望之星钻石（Hope Diamond）㊁的一大部分，远比100%地拥有一颗仿制的金刚钻强得多，而且谁都能看出刚才提到的公司是罕见的宝石。最好的是，我们并不局限于仅仅拥有几家这种公司，而是拥有一个不断成长的

㊀ 1890—1975。美国棒球运动员、总教练，以丰富多彩和直言不讳的形象著称，被认为是最成功的棒球队经理之一。——译者注

㊁ 世界上最大的深蓝色钻石，重达45.5克拉，现保存于美国国家自然史博物馆（National Museum of Natural History），相传最早为印度女神希塔（Site）的饰物。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



集合。

股票价格会继续波动——有时十分剧烈——经济也会有它的起起落落。但是，随着时间的推移，我们相信我们拥有的这类企业的价值很可能以令人满意的速率增长。

••••••••••• • • • •••••••••••

我认为用对伯克希尔今天和未来的管理讨论作为结尾很合适。正如我们的第一个与所有者相关的原则告诉你们的那样，查理和我是伯克希尔的经营合伙人，但是我们把这家公司的全部重担都转包给了我们子公司的经理们。

查理和我主要参与资产配置，以及关心和培养主要的经理们。大多数经理在独立经营公司时都快乐至极，而且这通常是我们托付给他们的方式。这使他们负责所有的营运决策，并负责把他们产生的多余现金分派到总部。通过把现金转给我们，他们就不会在各种各样的诱惑下偏离航向，如果让他们负责配置公司抛弃的现金，那么这些诱惑就会不请自来。此外，对于把这些资金用来投资，查理和我担负的责任比我们的任何一位经理在他或她自己的行业中担负的责任要广泛得多。

我们的大多数经理本来就很富有，因此创造一种可以鼓励他们选择与伯克希尔共事，而不是打高尔夫球或者钓鱼的气氛是我们的责任。这就要求我们公平地对待他们，并以如果把我们的位置对调时我们希望他们对待我们的方式那样对待他们。

至于资产配置，那是查理和我都很喜爱的一项活动，从中我们已经获得了某种有益的经验。就一般意义而言，头发花白的人不会在运动场中受伤：不需要良好的手眼协调或者发达的肌肉来进行投资（感谢上帝）。只要我们的头脑能够继续有效地活动，查理和我就可以像过去那样干得漂亮。

在我去世的时候，伯克希尔的所有制结构将会改变，但不是破坏性的改变：首先，我的股票只有大约1%会被出售，以用来处理遗产和纳税；其次，如果我的妻子苏珊比我长寿，那么股票的剩余部分会留给她，如果她先于我作古，那么这些股票将留给一个家族基金。无论怎样，伯克希尔都会拥有一名有控制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



权的，并受今天给我们领航的相同哲学与目标指引的股东。

那时，巴菲特家族不会参与管理公司，而只是参与选择和监督管理公司的经理们，只不过那些经理是谁要等到我去世的那一天才知道。但是我能够预见那时的管理结构：本质上，我的工作会分成两个部分，一个主管人员将负责投资，而另一个将负责公司运作。如果对新公司的收购在望，那么这两个人将共同合做出必需的决策。两位主管人员都将向对控股股东负责的董事会汇报，而控股股东的利益将与你们的一致。[1]

我会继续让我的家族公布继承问题。既然，伯克希尔的股票实质上将构成我所有的财产，以及在我去世后的相当长一段时期内占据我妻子或基金会财产的相似比例，因此你可以确信我已经深思熟虑过继承的问题。你还可以确信，到目前为止我们在经营伯克希尔时采用的原则，将会继续指引接替我的经理们。

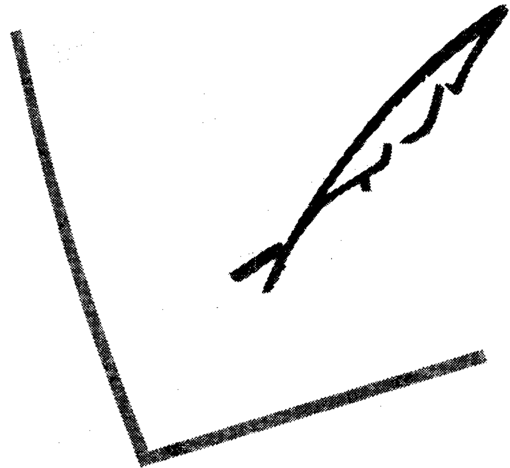
为了避免以恐怖的口气结束，我还要向你保证，我从未像现在这样感觉良好。我爱好经营伯克希尔，而且如果享受生活可以延长寿命，那么玛士撒拉（Mechuselah）的纪录就会岌岌可危。[2]

---

[1] 伯克希尔在2000年10月发布的新闻指出，GEICO的路易斯·辛普森将接替沃伦·巴菲特出任投资董事，而伯克希尔的艾耶特·简（Ajit Jain）、GEICO的托尼·尼斯里，或者行政喷气（Executive Jet）的理查德·山图利（Richard Santulli）将接替巴菲特出任CEO；此外，他的大儿子霍华德·巴菲特（Howard Buffett）将接替董事长的角色。

[2] 根据《圣经》，玛士撒拉享年969岁。《圣经·创世纪》5:27。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



词 汇 表

安全空间（Margin-of-Safety）：很可能是稳定且成功投资的惟一重要原则，本·格雷厄姆的原则说别买证券，除非买它的价格比它带来的价值低得多。见2.4节。

股利检验（Dividend Test）：仅当留存的每一美元导致每股的市场价值增加至少一美元时，收益的留存才是合理的。见4.3节。

能力圈（Circle of Competence）：一个人判断企业经济特性的能力，聪明的投资者画出一条厚厚的边界，并忠心于他们能够理解的公司。见2.5节。

内在价值（Intrinsic Value）：一种难以计算但至关重要的企业价值度量，等于能从企业的剩余期间获得的现金的折现值。见6.5节。

市场先生（Mr. Market）：本·格雷厄姆对使出众聪明投资成为可能的股票市场总体的比喻，这是一位价格与价值分离的喜怒无常的狂躁抑郁症患者。见2.1节。

双管齐下的收购风格（Double-Barreled Acquisition Style）：一种明智的收购政策，或是以协议收购买入企业的100%，或是以股票市场收购买入不到100%。见1.1节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所有者盈利（Owner Earnings）：比现金流或受盘购会计调整影响的GAAP盈利更好的衡量公司经济绩效的方法，等于（a）营业利润加上（b）折旧费用和其他非现金费用减去（c）为保持目前的竞争状态和单位产量所必须的再投资。见6.4节。

透明盈利（Look-through Earnings）：一种GAAP规则的替代方案，这个规则指导着在流通证券中对被投资者超过20%的投资，透明盈利按照在被投资者未派发盈利中的百分比利益，衡量投资者的经济绩效(在大大扣减了所得税之后)。见6.2节。

习惯的需要（Institutional Imperative）：一种在组织中普遍存在的力量，它导致不理性的业务决策，从拒绝变化、在不甚理想的项目和收购中吸收企业的资金、放任高级管理人员的欲望、到愚笨无知地模仿同行公司。见2.6节。

"雪茄烟蒂"投资法（Cigar Butt Investing）：一种愚蠢的投资方法，类似于抽最后一口雪茄，它是以足够低的价格买入有一些短期收益的股票，尽管该企业的长期业绩糟糕透顶。见2.6节。

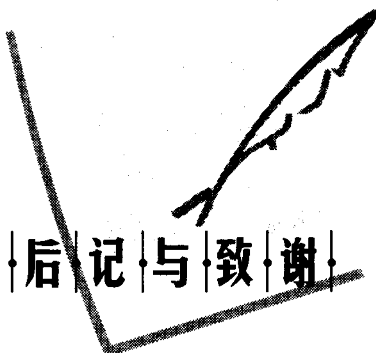
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配 置 表

这张表显示在这本书的哪个部分，你会发现不同年度信件的摘要。左侧第一列指明了每一封信的年份，从代表1979年的“79”，一直到代表2000年的“00”。在行的顶部，这张表把本书按章节（第1章至第7章，第1节至第4、6和8节）划分。每章开场段中的信件摘要，在这张表中作为该章第1节的摘要。

	第1章 公司治理						第2章 公司财务与投资						第3章 普通股的替代品				第4章 普通股						第5章 兼并与收购						第6章 会计与估值						第7章 会计政策与税务问题							
年	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	3.1	3.2	3.3	3.4	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	5.1	5.2	5.3	5.4	5.5	5.6	6.1	6.2	6.3	6.4	6.5	6.6	7.1	7.2	7.3	7.4	7.5	7.6	7.7	7.8
79																														●												
80																														●												
81					●																		●																			
82																							●			●				●												
83										●										●											●											
84	●																		●					●																		
85				●		●	●																										●									
86			●		●				●	●							●															●										
87					●		●		●	●			●																				●									
88			●		●			●	●				●				●	●											●									●	●			
89								●				●	●	●	●				●						●														●			
90					●								●		●												●		●	●												
91					●	●			●	●																				●												
92					●					●											●		●													●			●	●		
93			●		●				●																																	●
94						●									●								●																			
95															●							●				●																
96	●										●				●							●									●		●								●	
97							●				●				●	●							●																			
98			●																																	●	●				●	
99											●								●								●								●							
00		●																										●						●								●

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后记与致谢

《巴菲特致股东的信：股份公司教程》的初版是1996年秋在本杰明 N. 卡多佐法学院（Benjamin N. Cardozo School of Law）举行的专题讨论会的最重要一环，这次研讨会由塞缪尔与罗尼·海曼股份公司治理中心（Samuel and Ronnie Heyman Center on Corporate Governance）提供赞助。这次聚会把卡多佐法学院的数百名学生集合到了一起，在两天里仔细研究了本文中的所有观点，约30位著名法学教授、法官、投资者、经理和其他学生参与的这次讨论会以一系列充满活力的争论为特色，而沃伦·巴菲特和查理 T. 芒格在前排的座位上自始至终地参与着。

本书是卡多佐法学院关于合理公司行为的专门课程的标准教科书，并被其他法学院和商学院的许多教授采纳，作为投资、财务和会计课程的教材。某些投资公司向它们的专业雇员和客户分发这本书，作为培训计划的一部分。我感谢来自这些学生、教师和其他使用者的好评，并高兴地得知这本教程正在得到教授和学习。

本书的第1修订版保持了初版的架构与哲学体系，但添加了来自专题讨论会之后巴菲特先生写给股东的信的选段。与其他的信一样，这些信被编织成了一种结构，让人读起来是一种对企业与投资的稳定哲学的完全且易懂的讲述。为了协助所有的读者，并使初版的读者看到这个版本中的新东西，书中所附的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



配置表显示了这本书的不同地方选自哪一年的信。

之所以称其为新版，并非因为对这种稳定的公司与投资哲学体系的基础有任何改变，而是因为巴菲特先生对这种哲学的阐释，总以同时期的各种事件与公司条件为背景。因此，定期的更新保证了这种哲学的传播。

在准备初版时，我得到了许多人的协助，我已经在那个版本的后记中对他们表示感谢，然而我还要再次感谢他们。在这些人中，我特别要感谢沃伦·巴菲特，他的慷慨不仅使专题讨论会成为可能，而且他的参与在各方面使讨论会增光添彩；他把重新组织并出版他的信托付于我是一种巨大的荣耀。他的合伙人查理·芒格也值得再次感谢，这不仅是因为他在前排参与了研讨会，而且还因为他和蔼可亲地主持了其中一个讨论小组。

连续的感谢还要给巴菲特先生的好友兼顾问罗伯特·丹汉姆（Robert Denham），在专题讨论会之后的几年中我很高兴结识他。芒格，托里斯和奥尔森（Munger, Tolles & Olsen）律师事务所的丹汉姆先生，通过他们共同的朋友前芒格，托里斯律师事务所的合伙人，现任卡多佐法学院教授的门罗·普里斯（Monroe Price），将巴菲特先生介绍给了卡多佐法学院和我，因此我要感谢他们俩打开了这扇奇境之门。还要感谢巴菲特先生的密友卡洛尔·路米斯（Carol Loomis），她每年都编辑致股东的信。对于通过数不尽的方法进行的机构支持，感谢总是要给萨姆（Sam）和罗尼·海曼（Ronnie Heyman），他们是卡多佐法学院最值得向好友夸奖的人。最个人地，感谢我的妻子乔安娜（JoAnna）。

劳伦斯 A. 坎宁安
（Lawrence A. Cunningham）
卡多佐法学院
55 Fifth Avenue
New York, New York 10003
cunning @ ymail.yu.edu

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Essays of Warren Buffett

Lessons for Corporate America

“一流。整理我们哲学的伟大工作。”

——沃伦·巴菲特

“很实用。”

——查利·芒格

“空前的顶尖投资著作之一。”

——The Motley Fool

“必读的商业著作。”

——JP Morgan Private Banking

“很像个人金融读物的公司管理读物。”

——《出版者周刊》

“本年度的最佳著作。翘两个大拇指。”

——CNN-*fn*

“一本寓教于乐的严肃投资课程。”

——《投资者编年史》*(Investor's Chronicle)*

“关于巴菲特的著作——完美的成果。”

——《福布斯》

“与众不同——充满了智慧、幽默和常理。”

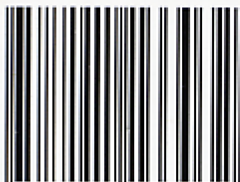
——《货币》*(Money)*

“关于价值投资的经典著作，关于巴菲特理论的权威来源。”

——《金融时报》

总 策 划：韩 焱 （投稿热线：010-88379007）
执行策划：张晓铮 谢小梅
质量总监：邓瑞华
营销总监：张渝涓
封面设计：陈子平

ISBN 7-111-13303-X



北京市西城区百万庄南街1号 100037
购书热线：(010) 68995261
总编信箱：chiefeditor@hzbook.com
营销中心信箱：marketing@hzbook.com
www.hzbook.com
www.china-pub.com

ISBN 7-111-13303-X/F · 190
定价：38.00元